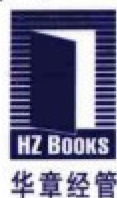
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





资本的游戏

金融并购风云录

（美）史蒂芬 M.大卫杜夫（Steven M. Davidoff）著
王世权 侯君 赵黎明 译

解读私募股权、对冲基金、主权财富基金
掌握当前最热的并购交易和运行机制



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是**金融界获利最丰的业务**？

什么是**企业界直达巅峰的捷径**？

什么是**政府最头疼的监管问题**？

什么是**公众最忽视的财富隐患**？

客服热线：
(010) 88379210, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com





WILEY
Publishers Since 1807


上架指导：金融
ISBN 978-7-111-32132-3

定价：39.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

Gods at War

历时半载，本书中译本终于要和广大读者见面了，诚惶诚恐中有一种如释重负之感。回首翻译的整个过程，我不禁时常掩面叹息。是的，翻译工作是艰苦的，但和书中那些惊心动魄的收购案例比起来，简直不值一提。读过全书之后，仿佛刚刚看过了一部好莱坞大片，其起伏跌宕的情节只有在编剧和导演的合力打造下，在电影那虚幻的世界中才能出现。但事实上，这就是发生在华尔街的真实案例。

金融危机似乎正在远去，但正如“9·11”事件仅仅持续了几十分钟，却深刻地影响了世界的政治、经济和反恐形势一样，这场2007年爆发于美国华尔街并席卷全球的金融风暴所带来的震撼，绝对不是一时半刻能够过去的。从某种意义上来说，我们在相当长的一个时期内，都将处于后金融危机时代。

从2007年的金融危机以来，各国政府和各种大大小小的经济体，都遭受了沉重的损失，但如果因此就认为在金融危机中，大家都是受害者那就大错特错了。实际上，这场金融危机的发源地——华尔街，早就上演着一场又一场的金融兼并战。华尔街，这个全球金融资本行业的发动机，聚集了全世界最顶尖最有经验的银行家、律师、证券商等专业人士。他们熟练地运用自己的专业知识，大胆而又谨慎地利用一切制度内和制度外的可能性，为实现自己的金融野心和财富梦想而绞尽脑汁。回顾美国100多年来的并购史，我们会发现时代精英们天

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才的头脑，创造出令人叹为观止的财经奇迹，上演了一出又一出的精彩大戏。

如果读者对资本市场大鱼吃小鱼的场面早已司空见惯的话，本书中描绘的场面早已超越了我们对并购的理解。聪明的小鱼，通过合理的杠杆组合，巧妙利用股票、债券及各种金融衍生品，也同样可以把巨无霸一般的大鱼吞掉。这也正是本书所描绘的场景。

本书作者史蒂芬 M. 大卫杜夫，身为康涅狄格大学法学院教授，曾出版多部著作。更为难能可贵的是，他曾对美国的并购市场做过多年的研究，对于美国并购交易史、案例和多宗并购的当事人都有过深刻的了解和透彻的分析。也正是因为这一点，他受到了美国并购业界的普遍尊重，本书英文原版封底的多位专业人士的评论就是证明。大卫杜夫作为《纽约时报》“交易宝典”栏目的作者，每天为读者提供关于最新发生的并购新闻的评论，在美国被公认为这个瞬息万变的领域的权威，被称为“交易学教授”。大卫杜夫同时还是一位并购交易法律界的实践者，他曾在美国顶级的企业和并购律师事务所工作多年，熟知业界规则和交易内幕，并且和诸多的企业、法律界人士熟识。在本书中为读者提供的，正是其多年研究的成果汇总。

本书由12章构成。首先介绍了美国并购的六次风潮，为读者提供了一个清晰的时代背景。通过KKR公司的经典案例，揭示了私募股权——这个并购界重要推动力量的前世今生，带领我们深入到并购交易的背后。在此之上，重点向读者解释了私募股权交易中重大不利变化条款的影响，以及由此引发的法律和交易问题。分析了美国联邦政府、美联储、美国证交会等机构和以特拉华州法院为代表的法律界对并购的影响。同时，也对现存的美国并购法律框架提出了改革的呼声。最后，针对金融危机期间和后危机时代的并购，就其交易过程是否会为我们的经济增加价值的话题做了深入的思考，对未来的并购交易和法律监管，以及从业人员的改进和交易结构的设计等诸多问题提出了展望。

本书既是一本面向实践工作者的系统化管理读本，又是一本面向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在校学生与致力于管理工作的仁人志士的经典教材。在中文版即将付梓之际，译者首先要感谢东北大学工商管理学院、外国语学院的领导与同事的支持与鼓励。其次，为了使中国读者能够深刻地领会本书的精髓，在翻译过程中我们参考了大量本书中所涉及的相关案例的已有著作或网络作品，在此，对相关出版物的作者和出版社谨致谢忱。

本书是集体努力的成果，初稿翻译分工如下：赵黎明、王世权翻译了第1章、第2章、第3章；高元梓、侯君翻译了文前部分、第4章、第5章和第12章；孙楠、邹怿翻译了第6章和第7章；郭恺翻译了第8章和第9章；赵黎明、刘烨翻译了第10章和第11章。初稿完成后，由王世权和侯君进一步对全书各章节进行了校阅，最后由王世权负责全书的统稿。

美国并购交易历史悠久，期间案例频出，各种法律和监管体系纵横交错。由于译者的水平有限，书中难免有不妥之处，敬请读者不吝赐教。

王世权

2010年9月



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



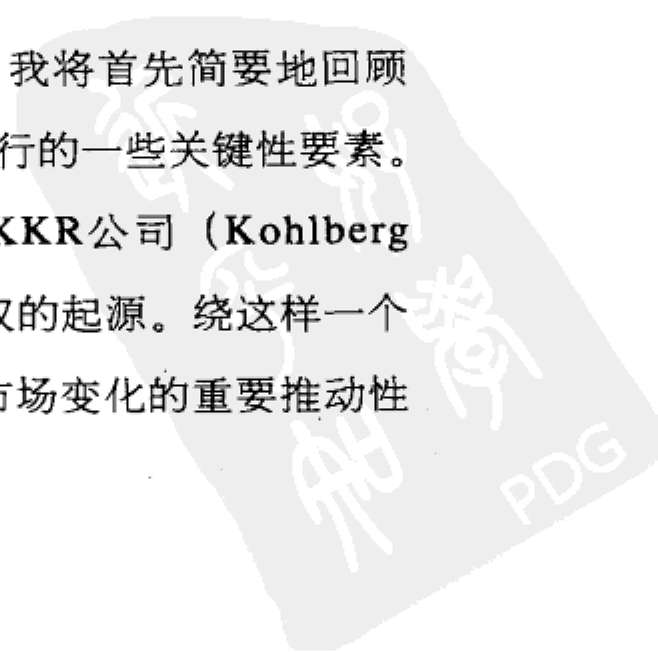
前　言

Gods at War

我写本书的目的有两个。首先，《纽约时报》的专栏“交易宝典”的读者经常要我写一本书，解释一下并购业和收购市场的运行机制。在此之前，还没有哪本书能满足这样的要求。我希望本书能填补这一空白，更希望本书可以帮助刚入门的读者和学生从法律等方面对纷繁复杂的并购交易和交易决策过程有所了解。

其次，最近在资本市场爆发的灾难性事件使很多人陷入困惑，无法理解发生了什么，以及这一切对未来意味着什么。本书试图对此进行梳理，明确是什么导致了金融危机的发生，使读者了解其中发生的一些事件。因此，本书将讲述在第六次收购风潮和金融危机中发生的故事。它是有关私募股权的急剧膨胀与爆发、战略性并购与恶意收购重新回归的一本书，也是关于投资银行模式的失败和如今在资本市场上正在发生的变化的一本书。

本书内容按照时间顺序安排。在第1章中，我将首先简要地回顾收购的历史，并讨论当今资本市场上推动并购进行的一些关键性要素。在第2章，我将通过回顾私募股权的始作俑者KKR公司（Kohlberg Kravis & Roberts Co.）的历史，来回溯私募股权的起源。绕这样一个弯子很有必要，因为私募股权是导致今天交易市场变化的重要推动性因素。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章和第4章中，我将关注2007年秋和2008年春的情况。在这两章中，我将讨论私募股权和其他并购的集中爆发，以及对未来并购过程和私募股权本身的意义。为此，我将首先在第3章中讨论最早因在2007年秋天出现的重大不利变化[⊖]而产生的纠纷以及这期间的一些关键性战役，尤其是发生在作为抵押鼻祖的住宅贷款控股公司（Accredited Home Lenders）和作为私募股权公司的龙星基金（Lone Star Funds）[⊜]之间的争斗。第4章将讨论第二轮并购交易纠纷，它开始于2007年11月，彼时瑟伯勒斯资本管理公司（Cerberus）成功地终止了它对以出租设备为主业的联合租赁公司（United Rentals）的收购。私募股权反复试图终止其在金融危机之前达成的协议，催生了第二轮的纠纷，并受到当年秋天早些时候的重大不利变化的影响。

第5章将讨论主权财富基金的现象。将用淡马锡控股公司在美林公司的投资作为起点来讨论这些投资在金融危机爆发前期的实质。主权财富基金也许只是昙花一现，但同时也会告诉我们很多关于外国资本的相关法规，以及外国投资的重要性。在第6章，我们将进行本书下一阶段的讨论，研究一下贝尔斯登公司的陨落。关于这一事件，已经有大量的评述，但我将用全新的着眼点来讨论。在第6章，我将审视创新并购交易的结构，并将讨论这次变化对于今后交易过程和政府行为的重要意义。

在第7～9三章，我们转向讨论后贝尔斯登时代。在第7章，我将讨论对冲基金积极投资的兴起，以及其改变并购交易市场形式的潜在能力。我将通过2008年春爆发的两场重要的积极投资股东的战

⊖ “重大不利变化”条款（Material Adverse Change Clauses, MAC）经常应用于公司收购、合并交易中的一项合同安排。一个MAC条款可以是一个交易中的陈述和担保，或者也可以设计为交易交割的一项先决条件，其目的是为了在目标公司的条件发生重大不利变化时，能够为买方提供一种解除交易的机会。这一条款通常适用于当合同或协议的签署日与交易的最终交割日之间有一段时间间隔的情况，所以如何回避与控制在这段时间内出现的任何重大不利变化显得尤为重要。——译者注

⊜ 也译为孤星基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



目 录

Gods at War

译者序

前言

序幕

第1章 现代并购交易回顾

性格的重要性 / 5

兼并的演化过程 / 9

并购的革命 / 15

第2章 KKR、胜科及私募股权

KKR公司与私募股权的起源 / 19

胜科和私募股权的变革 / 31

第六次风潮中的私募股权 / 33

第3章 住宅贷款控股公司和重大不利变化条款

住宅贷款控股公司的倒闭 / 40

重大不利变化条款 / 44

2007年秋的重大不利变化条款之战 / 55

变化中的重大不利变化条款 / 58

重大不利变化条款的未来 / 61



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 联合租赁公司、瑟伯勒斯资本管理公司以及私募股权基金的破裂

瑟伯勒斯-联合租赁公司的纠纷 / 68
私募股权基金的破裂 / 71
私募股权公司的错误和失败 / 82
私募股权的未来 / 86

第5章 迪拜港口世界公司、美林公司和主权财富基金问题

主权基金投资的金融浪潮 / 92
主权财富基金问题 / 98
美国外国投资委员会和外国投资 / 103

第6章 贝尔斯登与道德风险原则

拯救贝尔斯登 / 109
摩根大通进退维谷 / 117
有关贝尔斯登的斗争 / 120
贝尔斯登倒下得出的教训 / 125

第7章 加纳基金、儿童投资基金和对冲基金积极投资

“代理机构问题”的简要回顾 / 130
对冲基金积极主义的崛起 / 132
2008代理季 / 138
儿童投资基金和CSX / 142
对冲基金积极主义的未来 / 145

第8章 微软、英博和恶意收购的回归

微软和雅虎 / 152
英博-百威公司 / 156
恶意收购成功的要素 / 160



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特拉华州与恶意收购 / 163
恶意收购的未来 / 169

第9章 玛氏、辉瑞和战略交易的变脸

变化中的战略交易结构 / 175
不良资产交易现象 / 179
收购管用吗 / 181
特拉华法和战略交易 / 182
露华浓义务和市场检查 / 187
战略并购交易的未来 / 189

第10章 美国国际集团、花旗集团、房利美、房地美、雷曼以及交易型政府

房利美和房地美的国有化 / 196
投资银行死掉的一周 / 198
TARP计划、花旗集团、美国银行及其他 / 208
对交易型政府的评价 / 212

第11章 并购机制的重组

联邦并购法 / 215
特拉华州并购法 / 222
交易制定 / 229

第12章 后危机时代的交易决策

致谢



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章
Gods at War

现代并购交易回顾

我首先以一则并购交易史上的小故事开头。

1868年，铁路大亨科纳利乌斯·范德比尔特与杰伊·古尔德、丹尼尔·德鲁和詹姆斯·费斯克组成的伊利帮开战。争端起源于伊利帮对运气不佳的纽约和伊利铁路公司（New York & Erie Railroad）毫无廉耻的行径。三人攫取了公司利润的大部分，把公司当成了他们私人的存钱罐。这伙人甚至不满足于掠夺数以百万的公司利润，他们进一步操纵伊利公司的股票，利用伊利公司的公共持股人来实现他们的利益。这群人的阴谋诡计把公司的财务状况削弱到资不抵债的地步。

与此同时，范德比尔特因为伊利公司的铁路连接着纽约市和伊利湖而垂涎三尺。如果得到这条线路，再加上范德比尔特已经掌握的铁路线，他将能控制进出纽约市的多数铁路交通。范德比尔特开始收购伊利帮出售的股票。当伊利帮发现这种情况以后，他们利用掌握的优势马上采取行动。他们在伊利公司的股票中增发可转换债券，卖给范德比尔特，以削弱范德比尔特的地位。范德比尔特很快发现了股票发行中的问题，随即安排律师取得了法庭的禁令以阻止他们的做法。这样做，对于范德比尔特来说并不难办，因为发布禁令的是他雇用的法官。伊利帮则安排他们豢养的法官出台了一项针锋相对的禁令，来约束范

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德比尔特的做法。同时，范德比尔特不断地买入，而伊利帮则绕开禁令，安排第三方出售股票给毫不知情的范德比尔特。费斯克同时散布谣言说："只要这部印钞机不垮掉，我就一直不停地把伊利公司的股票都卖给这头贪心的猪。否则我必遭天谴。"

因此，范德比尔特提高了赌注，并着手申请对三人的逮捕令。伊利帮的三人迅速从纽约逃到了新泽西州。三人狡猾地非法带走了伊利公司基金中的700万美元，还有更多尚未发行的股票。范德比尔特派出武装人员进攻伊利帮，此时争执变为争斗。范德比尔特的手下被伊利帮的人击退，费斯克甚至弄到了一门12磅的加农炮架设在伊利帮位于新泽西州总部外面的船坞上。最后，伊利帮成功地贿赂了新泽西州的立法机关，颁布了法律，使得伊利帮的行为合法化了。范德比尔特被迫承担损失以息事宁人，伊利帮则控制了现在被称为"华尔街上的猩红女人"的伊利铁路公司，据说范德比尔特的损失总额超过了100万美元。

现在的美国企业观察家们很可能把这则著名的小故事当做野蛮时代斗争中流传下来的遗迹而津津乐道。自从镀金时代[㊀]以来，法律法规已经完善，像伊利帮和范德比尔特之间那种阴谋诡计也不再是现在公司争夺战中的一部分。不过，先别急着同意，让我们先把关于伊利公司的争夺战和另一场完全意义上的现代企业纠纷比较一下。

2004年8月，eBay公司取得了克雷格列表[㊁]（Craigslist）28.5%的股份。eBay并购的情况至今仍然有些模糊不清，但似乎与克雷格列表之前的所有者克雷格·纽马克、詹姆斯·巴克马斯特和菲利普·诺尔顿的分手有关。总之无论如何，毫无疑问的是，诺尔顿为了追逐金钱把他的股份据说以1 600万美元的价格卖给了eBay。这一手让纽马克和巴克马斯特陷入了尴尬的处境。这两个人一直是坚定的反公司主义者，他们坚持克雷格列表应该是一项社区服务，并公开反对把公司出售给公众或任何第三方的想法。但也许是出于无法选择，两人默许了eBay的收购。当时他们宣称接受这项出售的原因是他们相信eBay不会插手克雷格列表的核心业务。"他们没兴趣要求我们做任何的改变。"巴克

㊀ 《镀金时代》：1873年，马克·吐温出版了小说《镀金时代》。从此，人们用这个词来形容从南北战争结束到20世纪初的那一段美国历史。——译者注

㊁ Craigslist，是全球第一个分类信息/分类广告网站。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马斯特说，“他们很乐意让我们拥有完全的自主权。他们认为，在我们所从事的工作方面，我们是专家。”

双方的蜜月期很短。很快当eBay决定发布它自己的免费分类广告服务时，争端产生了。很明显，eBay并不像克雷格列表的人自以为那样，把他们当做专家来看待。eBay的业务和克雷格列表的业务相竞争，由此触发了eBay和另外两家持股人之间达成的协议中的某项条款。很明确地，eBay失去了购买克雷格列表出售或发行的权益证券的第一否决权，既不能购买纽马克或巴克马斯特手中的股票，也不能试图出售。

纽马克很明显对这条实现约定的惩罚措施还是觉得不够满意。他给当时任eBay首席执行官的梅格·惠特曼发电子邮件说，他不想让eBay再继续做克雷格列表的持股人。惠特曼礼貌地拒绝了他，并在邮件中表达了eBay收购克雷格列表的兴趣。很明显，双方在沟通上存在着隔阂。作为克雷格列表董事会主席的纽马克和巴克马斯特，采取了两项措施来作为回应：①发行股票计划，根据该计划，任何克雷格列表的股东，只要保证克雷格列表有第一否决权，就可以获得一份股票；②祭出“毒丸”计划[⊖]，规定任何股东只能将股票转给家庭成员或继承人，而不能转售给任何其他人。

这招“毒丸”计划使eBay只能以每份最高15%的比例将手中的股票分售给个人，从而有效地防止了把股票转卖出去的风险。而且，纽马克和巴克马斯特一致同意第一否决权，而得到了应分得的那份股票，eBay为了保留其自由出卖股票的权利，因此，没有分得发行的股票。这一结果，将eBay对克雷格列表的所有权缩减到24.85%。这一点至关重要，因为根据股东达成的协议，如果eBay的所有权低于25%的临界值，则克雷格列表可以修改章程，取消累计投票制。

累计投票制允许少数派股东将他们在董事会的所有投票放在一个候选人手中，而不是每位股东一票，所以为少数派股东提供了集中他们手中的投票权的

⊖ “毒丸”（poison pill）计划：指的是目标公司授予股东特定的优先权利，如以优惠价格购买目标公司股票或按优惠条件将手中的优先股转换为普通股，并以出现特定情形（典型的是恶意收购人获取目标公司股份达到一定比例）为该权利的行使条件；计划一经触发，剧增的股份数额将大大增加收购成本。毒丸计划的目的是使收购人意识到即使收购成功，也会像吞下毒丸一样尝到苦果，从而放弃收购。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力。因此，如果有三位股东参与竞争，eBay可以将这三票投给一名竞选人。在克雷格列表的例子中，这项权利使得eBay能选出克雷格列表的三人董事会中的一名。但现在纽马克和巴克马斯特采取措施修改了公司章程，取消了这项权利，因此eBay就在董事会失去了席位。另外，这招“毒丸”计划使得eBay无法出售手中的股票。有谁愿意在一家其他股东都不喜欢你，而你又没有任何实际控制权的公司，购买少数派股票呢？修改的章程和“毒丸”计划相结合，将eBay锁定在了没有发言权的少数派地位。

因此，eBay起诉了克雷格列表。在公司所在地的特拉华州，纽马克和巴克马斯特以违反基本原则的罪名遭到起诉，他们的做法被宣布无效。同时，克雷格列表在加利福尼亚州立法庭反诉eBay虚假广告和不公平、非法竞争。本书成书之时，双方仍处在法律程序当中，克雷格列表的两位董事会主席仍然牢牢地控制着这家公司。鉴于涉案金额巨大，克雷格列表创始人能否胜诉，以及他们是否愿意继续掌控这家公司仍值得关注。

这两宗案子相隔大概140年之久，但克雷格列表和eBay的故事表明，在交易过程中，公司及其经营者仍然会动用一切可能的手段，争个你死我活。两者最大的不同在于，今天的打斗发生在法庭、管理机构、股东大会和公众舆论中，而不是以街头斗殴或行贿的方式。微软公司和谷歌将在反托拉斯管理机构联邦贸易委员会或者市场上，就并购问题展开斗争。谷歌的总裁艾瑞克·施密特不大可能派人带着武器去袭击微软的现任CEO史蒂夫·鲍尔默。双方都会在规则的框架内争斗，也许还会为了实现自己的目标而扩展规则。

过去一个半世纪的法律法规的强化，以及经济和社会的巨大变化，使得律师扮演着重要的角色。这些年来，并购案的架构和方式并非静止不动的。然而，这两则故事表明，交易决策的宗旨仍在。并购交易在很大程度上仍和金钱有关，即投入资本获得和风险相称的回报，但和生活中的很多事情一样，这也不完全围绕着金钱。其他因素也会参与进来，改变并购交易的进程和方向。

其他要素包括：

- 人格因素——人们有时会不顾公司和股东的经济利益而决定交易的结果。这样做的人，按照自己的利益行事，或按照自己的心理偏好影响交易，有时公然为自己攫取好处或暗地里增强自己的影响力或建立自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帝国。

- 政治和监管因素——国会、州立法机关以及其他的政治团体会采取直接的或间接的手段决定交易的进程，在并购交易中尤其如此。同时，交易越来越多地受到监管机构的调控和影响，如《联邦证券法》、《反托拉斯法》以及《国家安全法》等。
- 公众因素——交易所涉及的公众以及选区的观点越来越重要。
- 顾问因素——并购交易已经成为制度化的行业；顾问以及他们的战略、法律和其他方面的建议都会影响交易的进程。
- 策略因素——前面的案例表明，战略战术仍然在并购交易和交易决策过程中发挥重要作用。正如我在第8和第9章中讨论的那样，构建合法的、（偶尔）非法的战略战术以完成交易计划，是除了经济因素以外决定并购成功与否的关键。

我想说的是，在上面的5个非经济因素当中，人格和心理的偏好，以及性格基础在历史上是被低估的最严重的并购交易的决策力量。

性格的重要性

伊利公司的故事在文化上的意义和在经济学方面的同样重要。范德比尔特白手起家，赚了大钱，他代表着当时主流的经济利益。而伊利帮的三人，尤其是杰伊·古尔德，则可以归纳为新兴财富的代表，他们利用崭露头角的美国资本市场为个人赚取好处。无疑，这种文化上的鸿沟使得双方的争执变得强烈而持久，双方不顾妥协可能带来的好处，都想击垮对手。范德比尔特只是在纽约法律机关出手，他在别无选择的情况下，才考虑和这伙人和解。eBay和克雷格列表的故事同样表现了固执的个性和文化的差异。克雷格列表的控股股东宣称他们反对eBay的行为是出于道义。因为eBay前任首席执行官梅格·惠特曼不相信纽马克和巴克马斯特已经明确表达的意愿，而她的继任者又希望从经济资产中获得相当可观的利益。纽马克和巴克马斯特就是要针对eBay的这种想法，努力保持不受eBay影响的氛围。

这些文化方面的争端屡见不鲜。正如社会的其他方面一样，交易和并购尤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其会受到文化以及其他外部因素的影响，这些外部因素包括道德、阶级、意识形态、认知偏差以及历史背景等。它们不仅关系到交易达成之后能否取得成果，甚至决定着并购是否能达成。露华浓公司在20世纪80年代的那场史诗般的战役，无论在当时或者更早些时候都颇具争议。时任露华浓首席执行官的米歇尔·贝格拉克对罗纳德·佩雷尔曼掌控的潘帝布莱德公司（Pantry Pride Inc.）偷袭他痛恨不已。该公司曾在露华浓和泰迪·福斯曼的公司福斯特曼·利特尔公司（Forstmann Little & Co.）的竞争中恶意出价。佩雷尔曼被描绘成在费城发迹的犹太人，是一个举止粗鲁、抽劣质雪茄的蓄意收购别人公司的人。他和贝格拉克完全是两个世界的人。贝格拉克无法忍受自己最有价值的公司落入这种人之手，并经常把对方的公司称为“Panty Pride”[⊖]。贝格拉克的恶意使得他不仅失去了公司，还损失了佩雷尔曼本打算为了换取他支持这次并购，准备付给他的1亿美元的好处费。

同样，在20世纪90年代发生在维亚康姆和美国QVC网络购物公司之间的关于派拉蒙电影公司的争夺战，也演变成了两家公司首席执行官巴里·迪勒和马丁·戴维斯之间的私人恩怨。派拉蒙的首席执行官戴维斯一心想打造一个综合性的传媒帝国，而QVC的首席执行官迪勒则要证明他能够逃脱对方的魔爪。迪勒在派拉蒙任职期间，戴维斯曾是他的老板。迪勒从派拉蒙离职后，曾多次和戴维斯发生冲突。收购派拉蒙正是他要做出的报复。

这样的固执，部分原因在于收购的过程是由男性主导的（几乎清一色都是男性），这些人决定何时、以多大的代价来出售或买入资产。毕竟，是J. P. 摩根一个人决定要购买美国钢铁公司来整合钢铁行业以便控制价格竞争。因此，有的人可能是因为个人的考虑和背景的原因，而不是出于商业利益的考量。这样的偏差可能会扭曲并购进程，明显地不按经济学规律做决策，或只考虑个人的经济利益。媒体用CEO的人格来代替公司个性的做法，更加剧了这种倾向：微软就是比尔·盖茨和史蒂夫·鲍尔默，维亚康姆公司就是雷石东，摩根大通就是杰米·戴蒙。

这样做的结果，不仅仅使公司的决策权都集中于CEO一个人身上，而且会

⊖ Panty Pride，与佩雷尔曼的潘帝布莱德公司（Pantry Pride Inc.）在读音上相近，“panty pride”是贝格拉克讽刺对方的说法，可直译为“内裤荣誉”公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使得CEO变得狂妄而自负。20世纪60年代的交易决策都围绕企业集团展开，认为管理是一种可以调配的资源，涉足不同行业的公司能抵制某一方面出现下滑的不良影响。但那也是某个人可以极端掌控的帝国。比如说，像海湾西方公司（Gulf-Western Inc.）中因为其吞并行为，被取了“吞噬公司”（Engulf and Devour）绰号的查尔斯·布卢，或者作为商业媒体头条新闻主角和明星的LTV（Ling-Temco-Vought）公司的詹姆斯·约瑟夫·林。随着企业集团的兴起，并购活动从1963年的1 361件迅速飙升到1969年的6 107件。这为企业集团的投资者创造了成熟的氛围，但也埋下了失败的祸根。很多公司都是以CEO个人的能力为基础，而缺乏真正的财政根基。

华尔街已经把企业集团制度埋葬已久，但骄傲自负却带着“视野”的面具继续存在：也许这之后最突出的例子就是由时代华纳CEO杰瑞·李文和美国在线创始人之一的史蒂芬两个人共同主导的两家公司的合并交易了。这笔交易被称为历史上最糟糕的交易，给时代华纳的股东造成了2 200亿美元的损失。另外，在并购领域，市场常常喜欢根据收购结果和其他参与者的言论而不是从纯粹的经济学角度来评选出胜利者和失败者。到底是雅虎和微软之间的意愿的斗争——鲍尔默作为新上任的微软CEO，能证明他领袖气质吗——还是我们前文提到的黑石公司的史蒂芬·施瓦茨曼，那个给自己加冕为私募股权之王的人推动并购进程呢？他们分别代表着推动交易进程的两种因素，即对胜利的洞察力和决策者的心理。

后者在经济学中有一种说法，叫“胜利者的魔咒”。竞买理论预言任何在拍卖中获胜的出价人都有可能会因为要取胜的心态而付出比原来更高的价钱。在收购交易中，已有资料证明，很多人会因为冲动而出价过高。20世纪80年代，就有一个这样著名的案例。当时KKR公司与罗斯·约翰逊领导的收购小组竞争，购买的是纳贝斯克公司。通过激烈的竞价，KKR最终获胜，却在90年代不得不为纳贝斯克公司再次融资，并最终损失了9.58亿美元。传奇的投资银行家布鲁斯·瓦瑟斯坦的形象代表了当时的交易哲学，他有时被人称作“竞标狂人布鲁斯”。瓦瑟斯坦因为他的“敢做最大”的演讲而声名鹊起。他的客户在他的言语煽动下都付出了高价才赢得竞标。其中有些交易后来证明非常不错，但也有一些，如KKR在他的建议下购买的RJR公司，结局却不那么美好。顺便

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说一下，瓦瑟斯坦也写了一本关于交易学的书，叫《大交易》。很明显，在市场过热的2004～2007年期间，私募股权为证券投资公司所出的价钱，事后证明太高，到现在市场低迷时，私募股权仍然无法摆脱。近期出现的私募股权并购案的破产，如克莱斯勒公司、利纳斯以及摩雯思公司都是例证。

交易过程的机构化进一步强化了CEO们的骄傲自大。现今的交易决策行业如此庞大，它包括提供金融建议和债务融资的银行业、为交易制定架构和文件的法律业、研究战略事物的咨询业以及对全程跟踪报道的传媒业。这些机构为交易过程和交易成功提供推动力。很多情况下，这些附属机构的费用很大程度上来自于交易的成功。如果交易没有成功，他们的报酬则很少。当然，如果并购成功，这些机构则可以赚取数百万、上千万美元的酬劳，却不怎么为新合并公司的未来负责任。结果自然是，公司总裁们听到的声音都是鼓动他们的偏执，朝着完成并购并赢得胜利的方向。

如果说交易决策是一个个人主义的行业，那么很明显，真正对运营公司负主要责任的董事会作为一个整体却是缺席的。在20世纪80年代之前，交易尤其是并购交易，多数出自某个人（尤其是首席执行官）的决定。到了80年代，随着特拉华州法院制定的一系列决定的出台，情况有所改观。从1985年的史密斯诉凡·高尔科姆开始，特拉华法院对董事会在并购过程中执行相应的监管明确地提出了更高的要求。从这个时候开始，特拉华法院试图让董事会成为出售公司过程中的最终决策者。这也许是充满争议的高尔科姆留下来的最大的成果。尽管CEO们保留了谈判和影响交易过程的权利，但当公司CEO过度操控或者明显歪曲出售决定时，特拉华法院会毫不犹豫地予以否决。其结果是，今天的董事会能更多地参与交易进程，虽然很多时候，董事会还是会为CEO的个人意愿盖上橡皮图章。

并购决定的监管也同样对出售方给予很大关注。在过去的20年时间里，特拉华煞费苦心地建立了一条指导董事会可以衡量做出出售或不出售决议的指导原则。在本书的后面部分，我们将进一步对这个框架进行深入的探讨。但特拉华州法院给予竞买方的限制却相对较少。在缺少利益冲突的情况下，特拉华州法院将会按照较低商业判决标准来复审这些决定。如果法庭以低级商业判决标准来复审某项决定，则不会妄加猜测并购决定，除非这项决定极度疏忽或不合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理——这样的标准，几乎没有人会通不过。其结果是，公司的CEO仍然有很大的活动余地来谈判并购方案并开始实施。以美国银行2008年收购美国国家金融服务公司和美林公司为例。刚愎自用的CEO肯尼斯·刘易斯非常冒险而草率地敦促并购。这样的决定使公司深受打击，当它在美林公司单季度的损失达到153亿美元的时候，不得不向政府申请数十亿美元的紧急救助。仅仅通过这一个例子，就能看出“地狱般的交易”现象（即因为个人的错误决定，使得并购交易结果惊人的糟糕）是贯穿整个交易史的特征之一。

结果是那些做出购买决定的人，而不是那些做出出售决定的人，推动着交易的进行，这也使得个人决策交易的模式仍然存在。在金融危机的第一年里，美国前财政部长保尔森以仲裁者的身份介入的时候，这种情况一再上演。在那段时间里，很明显是保尔森在决定着哪些企业生，哪些企业死，哪些企业应该被收购，哪些企业应该得到政府的财政救助。他命令贝尔斯登应该活着，却让雷曼兄弟陷入破产的境地。在这个过程中（至少是一开始），保尔森要求政府支持的兼并应该以一种惩罚股东却不惩罚管理者或董事的方式进行。作为资深交易人和高盛集团前CEO的保尔森，在他的决定中，很可能向政治和法律现实低头。但他的做法却和他的交易经历相吻合：救市行为可以看做是一系列的并购，股票持有人应该为管理层承担费用。

在本书中，这种性格的作用随处可见，也是本书标题的来源：忽视了并购过程当中性格的重要作用，就是忽视了交易的最核心决定因素。但如果要使并购取得实质性的成功，这种个人的因素必须受到节制。如我们将要看到的，现代交易经常是节制这种因素，去换取更理性、更经济的决定制定。

兼并的演化过程

在过去的一个半世纪中，各种风潮层出不穷，交易和并购行业确实发生了很多变化。并购市场是一个周期循环的市场。在过去的100年中，主要经历了6次大的风潮。每一个周期都有其独特的特征，产生了变化，有些变化甚至重新定义了世界。当每次风潮改变并购的交易环境的时候，监管部门都相应地做出回应。其结果是，并购的监管对之前和当前的风潮做出反应，却不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测未来可能出现的变化，也不能对其解释说明。相反，只能事后补救，或者影响下一次风潮的进程。对交易过程的监管就是一部不停地回头补救和适应新环境的历史，形成的就是我们今天看到的稀疏系统，在这个系统里，并购受到特拉华州法律和证券交易委员会的双重监管。此外，监管机制多年来不断适应变化，在交易市场产生了另一个日益重要的非经济因素，那就是政府及其监管机构。

第一轮真正的风潮和监管并购运动出现在1890～1907年间。当时美国工业革命已经完成。这属于托拉斯的时代——某一行业的大型公司实体联合不同的企业，以达到控制生产以及控制价格的目的。穆迪投资者服务公司的创办人约翰·穆迪计算过，这个时期大约5 300家工业企业合并成了318家托拉斯。这一风潮标志着现代工业公司的出现，也标志着垄断的产生。新泽西标准石油公司、联合果品公司和第一家资本过10亿美元的公司——美国钢铁都诞生于这一时期。

第一波风潮也催生出了最早的对公司合并的监管。监管主要集中精力于这些巨兽一样的大公司派生出的许多小的公司。在1881～1901年间，国会通过了45个不同的反托拉斯立法，以便监管众多的托拉斯。在众多的监管法律中，《谢尔曼反托拉斯法》（Sherman Antitrust Act）等是监管的主要立法形式。另外在此期间，第一个监管公司的机构也由国会设立。1898年，美国工业委员会成立，以便调查这些新的大企业的情况。1903年，为了进一步调查违反《反托拉斯法》的情况，美国公司管理局（U.S. Bureau of Corporations）成立。但这些监管措施，关注于当时的可见的威胁——托拉斯的反竞争手段，而不是关注于公司和并购本身。国会曾经多次试图出台一项联邦公司法并完成一系列的证券监管措施，可惜都归于失败。直到第一次风潮结束时，大部分兼并过程仍然未受到监督。

第一波兼并风潮在1907年的恐慌中结束，但从1916年开始直到1929年，第二轮企业兼并风潮又袭来了。起因是第一次世界大战和美国国内新工业的蓬勃发展。上一次风潮中采取的监管措施和当时大力反对托拉斯的做法极大地影响了第二次风潮。加强反托拉斯的做法，使得政府能够叫停违反竞争原则的横向兼并。第二次风潮尽量避免横向兼并或在竞争对手之间的联合，同时采取纵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向企业联合的手段，以造成寡头垄断的局面。但和第一轮风潮一样，这一轮风潮并没有达到监管的目的。相反，随后出现的经济大萧条和关于证券市场崩溃的争论，再加上20年代显而易见地滥用股票交易市场等诸多因素一起，影响了有关部门对第二次风潮的监管。在此期间，证券交易委员会成立，《交易法》和《证券法》颁布实施，以规范证券的出价和交易过程。尽管具体的监管措施后来被废止，但和第一次风潮一样，国会的做法为下一轮并购风潮提供了立法和法律上的便利。

美国的第三轮合并风潮发生在1960～1971年期间，很大程度上是那时的企业集团并购的泡沫疯狂催生的结果。在顶峰时期，即1967～1969年期间，超过10 000家公司被收购。整个时期被并购的公司大约有25 000家。为了应对这种恐慌以及随后出现的现金收购股权交易，现代意义的联邦交易监管出现了。在第二次世界大战之后，并购成为在联邦和州一级的《代理法》监管下，由代理机构推动的冷静的交易行为。此时要求竞购目标公司同意交易，并且其股东就是否可以合并进行投票。在20世纪60年代中期，也就是第三次风潮的巅峰时期，未经允许的恶意收购突然增多。这些不请自来的竞买人，通常会选择规避联邦和州政府对于代理的监管，使用现金收购股权交易。这样的方式使得他们无需被并购公司的同意，而直接将其收购。

早期的现金收购股权多属于无监管行为，出价人的行为通常包藏祸心。他们最喜欢“周末特别收购”的形式⊖。其手法之一，就是收购人在出价之前，先突然以较低价格购买一部分股票以获得实际的所有权。接着，在短时间内，本着先到先得的原则，公开用现金交易股票。股东们闻风而至，担心自己落在人后，在公司陷入少数派的境地，或者担心自己的股票卖不上好价钱。即使明白这种新的战术，上市公司和持股人通常也无能为力。在当时，实际上根本不可能抵制并购。回头看看当时出版的收购手册，我们不禁对当时花样繁多的各种手法叹为观止。

鉴于各州对此束手无策，在上一次风潮末期诞生的证券交易委员会主要担负起了监管现金收购股权的政府职责。1968年，国会通过了参议员哈里森·威

⊖ the Saturday night special，属于恶意收购的一种，是指在目标公司董事会毫不知情的情况下，采取突然袭击的方式，绕过目标公司董事会，直接向股东招标的行为。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

廉姆斯提出的对现金收购股权监管的法案。《威廉姆斯法案》的内容几乎都来自证券交易委员会。这部法案，从实质和程序两方面，规范了现金收购，其中的条款特别针对当时盛行的违规行为而制定。法案对现金收购股权行为进行了一系列的监管，包括交易要公开以及具体如何实施、如何举报等内容。

第三轮并购风潮在20世纪70年代初期，随着企业集团股票泡沫的破灭以及美国经济持续地衰退而平息下来。两大事件一起促成了下一次大规模的并购监管：股本私人化的泛滥。很多股票“公开高价叫卖，私下低价收购”就属于这样的情况。公司的大股东以较高的公开首发价格发行股票，却以低于市场的价格收购小股东的股票。因为这样的交易具有内在的强制性——由于多数股权掌握在母公司手中，时机也由母公司决定，因此投票的结果已成定局——这样的购买行为，通常带来欺诈和不公平。

1975年，证券交易委员会发起了一项实际情况调查，同时建议管制证券股本私人化交易。证交委提出的管制措施之一，就是要求股本私人化的交易价格不得低于“两位有资格的不相关人士的共同建议”。这项建议被推迟采纳，因为有人辩解说证交委在《威廉姆斯法案》下缺乏制定规则的权限。1977年，最高法院在格林（Green）起诉桑塔佛实业有限公司（Santa Fe Industries, Inc.）案中，认为《证券交易法》的10b-5反欺诈条款形成了误解，对公司私有化决定造成挑战。这一决定，和对州政府关于私有化监管的持续不满一起，导致美国证交会修改了规定，这些规定于1979年被采纳。虽然没有最初设计的那样涵盖范围广阔，但也为公司私人化监管建立了一套标准。该套法案要求被收购为私人化的公司要向独立股东提出意见书，以示公平。尤为引人注目的是，这是美国证交会第一次在非兼并风潮期间发起的监管行为，对并购的监管成为全天候的行为。

第四轮接管风潮开始于20世纪70年代末80年代初，结束于1989年垃圾债券市场的崩溃和S&L[⊖]丑闻。这次风潮在数字上再创新高：每年国内的并购额从1979年的435亿美元达到了1988年的2 469亿美元的高峰，到1991年则下跌到了710亿美元的谷底。不请自来的接管行为，尤其是现金收购股权交易引起的

⊖ 指的是美国80年代的储蓄-贷款危机。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争端，也从1980年的12起迅速增加到了1988年的46起；高收益或垃圾证券带来的宽松融资也起到了推波助澜的作用。这是个突袭者的时代，像皮肯斯那样性急的人，带着拆分或重组公司的目标发动恶意竞标。因为他对海湾石油公司、飞利浦石油公司和美国优尼科石油公司的恶意竞标，《财富》杂志称他为“美国企业界最讨厌的人”。

第四轮风潮和前面的几轮有一点不同：此次，收购目标采取了反收购措施。第四次风潮，以其广泛使用的反收购措施而闻名，这些措施包括“毒丸”计划、“驱鲨剂”条款㊀、“帕克门”战略㊁、“金降落伞”协议㊂、“讹诈赎金”㊃，等等。我们将在本书的第8章详细讨论这些反收购措施。目标公司实力增强，竞买方花样翻新，刺激了接管手段的革命，造成了更多的并购大战，使得各州法院和立法机关、美国国会、联邦法庭和证券交易委员会都忙个不停。

很多有关接管的法律法规甚至今天的现代接管模式都是从这场混战中产生的。这个时期，当交易模式和交易架构上升到法律层面，联邦政府和证券交易委员会不再发挥主要作用，特拉华州立法院则成了主要的监管机构。这一时期，特拉华州法院出台了一系列新的法律，范围包括从公司控制权的出售和交换、目标公司可以合法使用的防御措施、对回购交易的上诉标准以及“毒丸”计划

㊀ “驱鲨剂”（Shark Repellants）条款：指的是在目标公司章程中为恶意收购设置的障碍性条款，旨在吓阻或驱逐恶意收购人。常见的驱鲨剂条款有绝对多数条款（规定公司的合并、分立、出售特定资产等重大事项必须获得拥有绝对多数表决权股东的同意，通常为80%，并且对该条款本身的修改也适用绝对多数原则，以增加收购人控制目标公司的难度）、公平价格条款（规定在两段式要约收购中，目标公司股东有权获得收购人支付的同等对价）和董事轮换条款（规定董事分为若干组，股东会每年只能依次改选其中一组，使收购人即使获得目标公司的多数股份，也难以在短期内控制董事会）等。——译者注

㊁ “帕克门”（Pac-man）战略：“帕克门”本来是80年代初流行的一款电子游戏的名称，在该游戏中，任何没有消灭敌手的一方遭到自我毁灭。作为反收购措施，帕克门战略是指目标公司针锋相对的向收购公司发起要约收购。——译者注

㊂ “金降落伞”（Golden Parachute）协议：指的是目标公司与其核心高管人员签订的协议，规定后者在公司控制权发生变更时将获得巨额补偿金。“金降落伞”协议的目的一方面是确保高管人员在面对收购压力时继续对公司保持忠诚，另一方面是增加收购成本。——译者注

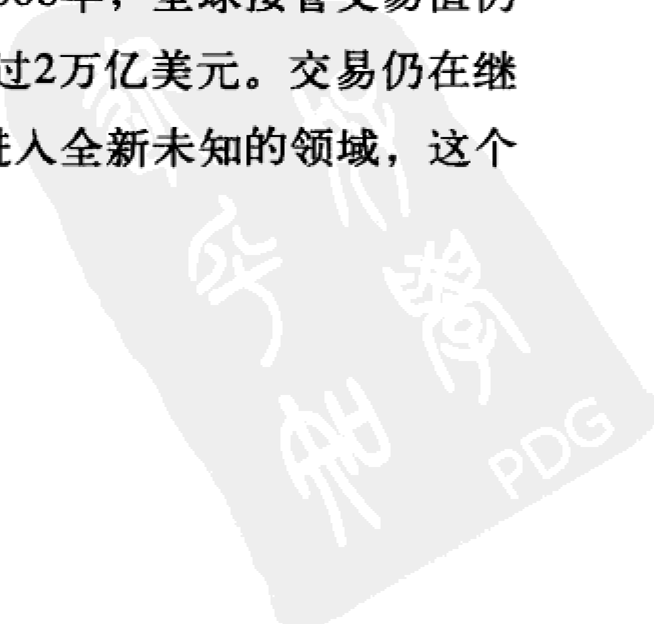
㊃ “讹诈赎金”（Greenmail）：直译应为“绿讹诈函”，由green（美元的俚称）和blackmail（讹诈函）两个词演绎而来，指的是单个或一组投资者大量购买目标公司的股票，其主要目的是迫使目标公司溢价回购上述股票（进行讹诈）；出于防止被收购的考虑，目标公司以较高的溢价实施回购（给付赎金），以促使上述股东将股票出售给公司，放弃进一步收购的打算。这种回购对象特定，不适用于其他股东。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的有效性等。最后一项关于限制反收购措施的法案颇具争议，受到了证券交易委员会的反对。双方在1980年发生争议，最后美国证券交易委员会失败。到了1989年，随着垃圾债券市场的崩溃，这轮并购高潮戛然而止，交易过程受到的监管也多了起来。特拉华州法院不仅战胜证券交易委员会，成为此类案件最主要的监管方，而且还和联邦法院一起，设立了一整套的监管机制。这套机制使得公司能够运用一系列的反收购措施，保卫自己免受恶意收购和积极持股人的侵袭。其中最重要、最突出的就是“毒丸”计划。

第五轮和第六轮风潮是最近的事。第五轮风潮碰巧和高科技泡沫同时发生。使用股票膨胀和令人目瞪口呆的审计评估战略合并是其主要标志。谁能忘记1999年1月，雅虎出资46.6亿美元收购年收入只有1 800万美元的地球村（GeoCities）公司呢？雅虎的收购发生在迪士尼收购Infoseek，美国在线收购网景，@Home收购Excite和美网（USA Networks）收购Lycos等交易后的数月。这一时期，举债不再是简单的融资工具，更长期的商业考虑在并购决策中唱主角。这轮的并购风潮，较少的受到新的监管措施的困扰，很大程度上是因为高技术泡沫使并购者头脑发昏，任何过分的要求都可以满足。安然公司和世通公司的倒闭招致的后泡沫时代的监管更多的瞄准了管理层，而非交易决策过程。

衰退的时间不长，并购者很快加入了第六次风潮中——私募股权和跨国的全球化收购。这一轮风潮的推动力来自其自身的泡沫，全球的低利率和收支不平衡，导致了未曾预料的流动性和宽松的信贷。第六次风潮的衰退和金融危机正是本书的主题。本书的研究包括各个时期交易和交易决策的本质以及我们正在经历的这场金融危机的后果，等等。站在风潮过后时期，现实情况是，这些潮流来得更快，交易变得频繁。即使是在低谷中的2008年，全球接管交易值仍达到了2.9万亿美元，而2009年的交易值仍有可能超过2万亿美元。交易仍在继续，当我们从这轮下跌中摆脱出来的时候，我们将进入全新未知的领域，这个领域仍是现在事件影响的产物（见图1-1）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

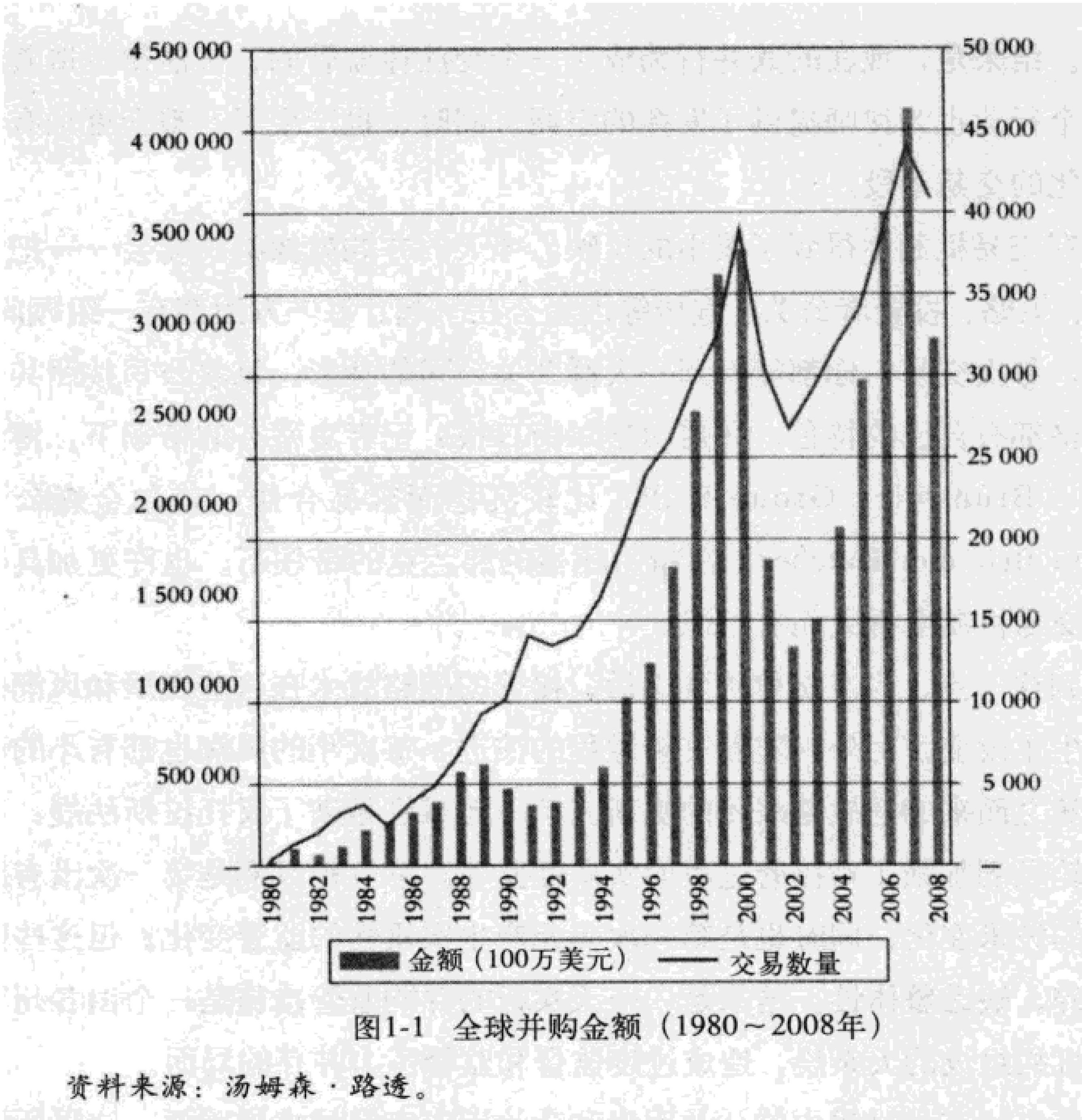


图1-1 全球并购金额（1980～2008年）

资料来源：汤姆森·路透。

并购的革命

并购交易飞速变化，现在早已经不再是范德比尔特派武装暴徒袭击伊利帮的时代了。即使在当时，法律也是指导交易的重要标杆。有时候法官和司法系统受贿，但法律的作用仍然属实。毕竟，当时是纽约的司法机构，执行着被玷污的法律平息了双方的争斗。从那时起，法律在决定和监管交易（尤其是并购交易）中的作用，逐渐变得越来越重要。

并购的真正变化发生在20世纪60年代。在那之前，范德比尔特时代的恶棍和行贿逐渐偃旗息鼓，让位给越来越强大的法律。60年代以前，很少有法律规范公司在兼并过程中哪些可以做，哪些则不可以。一直到了60年代，有了更加积极的兼并市场的时候，情况才开始改变。一连串的法律带来了不断变动的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购标准。结果是，现在的兼并行为成了一个受法律监管的、被法律塑造着的行业。这个行业也为律师提供了发挥的空间。同时，也产生了一整套更加有组织、系统化的交易手段。

后者在交易机制中得到了集中的反映。今天的并购就像组织宴会——把法律、金融、策略、投资者公关、宣传等因素合在一起。每一方面都有一组顾问。举例来说，每次交易，你都能看到一大群公关公司的身影，每家公司按照其创建人的性格都有自己的特色。在前《华尔街日报》记者史蒂芬的带领下，博然思维集团（Brunswick Group LLP）比较沉稳而容易合作；威尔金森公司（Wilkinson Brimmer Katcher）在精力旺盛的弗兰克的带领下，也许更加具有侵略性。交易机制变得大而有组织。

考虑到这一点，当主旋律出现之后，接管的战略战术在这些发展和风潮的影响下发生了改变。另外，随着交易过程的演进，每次小的风潮也都有小的革命发生，随之而来的是战略战术的更新。第一轮风潮带来了反托拉斯法规；第三和第四轮风潮加强了对接管过程的实质性监管。第五轮风潮是第一次没有出现革命性的技术变化，同时也是第一次美元产生实质性的监管变化。但这些监管支离破碎，缺乏整体性。结果是，今天实行的并购监管措施是一个由各州和联邦监管机构组成的大杂烩，造成过度监督和监督不力并存的局面。

这些年来，交易过程中的公共因素和政治因素变得越来越重要。这里所说的公众，不单单指的是立法机关，还包括各州和联邦一级的执法机构；更广泛意义上的监管机构还包括证券交易委员会、联邦贸易委员会、美联储，也包括那些对行业关注的机构、各种联盟和雇用主体、媒体、院外游说集团以及普通大众。本书中提到的很多交易，如英博啤酒集团恶意收购A.B.集团、迪拜环球港务集团收购美国港口公司失败以及私募股权财团成功收购TXU，都是公开的胜利。

进入第六次风潮，交易变成了复杂的事情——包括经济、政治和利益集团、监管机构、公共关系以及个人的混合体。但第六次风潮自身的革命也有颠覆这些因素的可能。随着金融创新步伐的加快和全球资本市场的急速增长，过去几年交易进程发生了改变，并购架构和实施方式也发生了改变。在2004～2008年间的第六次风潮过程中：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 并购交易产业变成了一个全球性行业；
- 主权财富基金第一次出现；
- 私募股权主导并购活动，随后消失；
- 对冲基金无所不在，推动了积极股东行为和并购交易；
- 金融衍生品变得越来越复杂和有争议，成为积极对冲基金的工具；
- 随着信贷泡沫而来的危机以及融资困难，战略并购的架构发生改变；
- 自由市场变成越来越重要的资本来源；
- 公共因素在并购中越来越重要；
- 一系列的恶意战略收购改变了非善意收购的外在环境。

尤其是，在积极对冲基金领导下的股东变得比以前更加积极；在公司治理代理咨询服务的引领下，良好公司治理运动⊖使得并购交易方法和公司运营变得更加严密。出现的新角色和新式武器是之前闻所未闻的。

上述发展导致的变化被2008年9月爆发的金融危机和巨大的市场恐慌所扭曲。这场危机的考验，使得近来的交易过程变得透明和不再遮遮掩掩。市场受到的压力变成了放大镜，曝光交易系统的瑕疵也同时塑造着它的未来。它探索了老式的投资银行模式，促使参与者重新评估融资的作用，尤其是交易中债务的作用。

结果是首先产生了一个脱胎换骨的市场，但监管系统和交易方式却落后一步。随后发生的交易与以下因素的综合作用有关，包括：①与过去几年发生的变动和危机相关的交易；②未来的交易和交易决策；③交易者和监管机构的适度应对措施。这关系到交易业和交易者的成败荣辱，也关系到在新千年中交易方式的变革，还关系到在这个高歌猛进又危机四伏的时代里的交易历史。它关系到未来的交易——也许还有交易监管——将如何完成。

但要理解今天的交易过程，首先要研究一下在第六次风潮中推动其改变的力量——私募股权。

⊖ 公司治理主要是指公司的股东，董事及经理层之间的关系。广义上，公司治理还包括公司与利益相关者（如员工、客户、供应商、债权人、社会公众）之间的关系，及有关法律、法规等。公司治理在发达市场经济国家也是一个很新的概念。90年代以来，公司治理在发达国家成为一个引起人们持续关注的政策问题。由于经济全球化的加速发展，投资者要求各国改善公司治理结构，形成了一个公司治理运动的浪潮。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章
Gods at War

KKR、胜科及私募股权

第六次并购风潮中，私募股权是当前并购市场上推动危机变化的幕后力量。私募股权主导着第六次风潮，在2004～2007这几年间，总金额达到了1.02万亿美元，占美国国内并购行业的20%。当时的私募股权不仅无所不在，而且似乎永远不会停止。从2007年瑟伯勒斯资本管理公司并购克莱斯勒汽车公司到总值440亿美元的得克萨斯州电力公司的并购，看起来私募股权不仅是并购的行家里手，还能够改变公司运营和获利的方式。和之前的很多次急速发展时期一样，此时人们也会提到转换思维方式的话题，甚至有很多人说私募股权终结了公开股票市场募集产权资本的基本功能。

当然，我们现在都知道当时发生了什么。信贷市场崩溃，整个经济随着住房市场和股票市场下滑。当私募股权公司不断试图终止或躲避以前协议中规定的职责，不愿完成交易时，整个市场也陷入了动荡时期。许多人需要为私募股权交易的失败找到替罪羊，于是纷纷指责律师、投资银行家、银行和私募股权公司。私募股权市场陷于停顿，股本干涸，目标公司也跃跃欲试地想看看私募股权是否还有完成并购的能力。不过，要讨论私募股权的失利和其原因以及未来这些交易怎么完成则是第4章我们要讨论的话题。

本章将谈论最近出现失败的原因。我们要谈谈私募股权的起源和历史，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是所要讨论私募股权的下跌以及它带来的总体变化的基础。但本章不止局限于讨论失败，我们还将说说私募股权是如何演变成一股足以改变整个交易行业的力量。我们手头就有一个案例，足以清晰地解释这种演变：由银湖合伙、贝恩资本（Bain Capital LLC）、黑石、高盛、KKR、普罗维登斯股本合伙人公司等几个私募股权行业的大腕公司组成的财团，以113亿美元的价格对胜科的管理层收购。要了解胜科公司的起源和私募股权的衰落，我们先回到KKR公司创业的初期，也是整个私募股权的创始阶段去看看。

KKR公司与私募股权的起源

追溯私募股权的起源，最好要回顾一下杰罗姆·科尔伯格和一对表兄弟亨利·克拉维斯和乔治·罗伯茨在1976年向他们当时的雇主，贝尔斯登投资银行提出的一项建议。三个人在过去的十年时间里完成了利基投资。那些在第二次世界大战后建立家族企业的实业家都即将退休。他们一手创建并辛辛苦苦培养起来的企业，此时缺乏振作起来的好办法。联邦政府征收的奇高的遗产税，使得他们把企业传给家族的下一代的想法也不是理想的选择。很多时候，遗产税逼得他们被迫出售公司，直到最终把出售的所得收益坐吃山空。只剩下两个选择，要么在公开市场上出售企业，要么就出售给一家更大的愿意接手的公司。很多面临这种情况的公司，要么不适合在公开市场上出售，要么无法找到合适的买家。另一个可怕的前景是，企业的所有人也可能会失去亲手建立的公司的控制权，只能白手起家，重新开始。

杰罗姆·科尔伯格却有个点子，能提供第三种选择。1965年，他亲手导演的以950万美元收购牙科产品供应商斯特恩金属公司的管理层的时候，第一次把这种想法付诸实践。一群投资者以50万美元的金额，取得了公司的多数股地位，这就是用产权融资。收购余下的资本来自于购买的基金，即所谓的债权融资。出售公司的家族，在72岁的大家长的领导下，并没有完全地离开企业。他们仍然保有一份股权和对公司实际运作的控制权。这宗买卖后来证明获利颇丰，4年后，这个家族公开发售了剩余的股票。在这4年的投资中，该家族共获利400万美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在斯特恩金属公司的并购交易中，这群合伙投资人瞄准未来的赚钱机会，而暂时保留了原来家族的位置。这样做，使得原来公司的主人一家能够继续运营这家公司，同时把他们财产的很大一部分变成现金。斯特恩一家原本打算早点出手套利，但杰罗姆·科尔伯格的目标是给这家人留条后路并继续参与。这就是杰罗姆·科尔伯格后来经常提到的"重要创意"。保留原家族所有人在公司的控制权，极大地刺激这些管理者，为投资人继续创造价值。科尔伯格把亨利·克拉维斯和乔治·罗伯茨招到麾下，传授给他们如何设计和运作对家族企业的收购。三人很快在贝尔斯登旗下的公司融资部初露锋芒。

20世纪70年代早期，亨利·克拉维斯和杰罗姆·科尔伯格及乔治·罗伯茨三人设计出了一套新的交易手法。60年代的企业集团接管风潮日渐衰落，这些大公司在市场上几乎毫不例外地表现欠佳，旗下分公司的经理们，在缺乏经验的高层管理者和集团拜占庭式的管理模式统治下常常受气。同时，机构投资者喜欢根据自己的偏好，将投资分开，而很多企业集团经常有一些资产滥竽充数。善变的华尔街开始鼓动对这些企业帝国进行分解。企业集团做出回应，把刚刚收购的公司进行处置。到1977年，企业集团的分拆占全美国接管交易的53%。

科尔伯格开始把他之前在收购家族企业中实验过的模式用于这些公司的管理层收购上。他首先和这些公司的管理层建立关系，再安排一群投资人去购买这些企业集团的子公司。大规模的融资通过举债完成，公司的管理层被保留，成为了接管以后的独立公司的所有人。

直到1976年，事情进行的都很顺利。三人为贝尔斯登公司建立了规模庞大而获利颇丰的企业。此外，他们发明的并购模式被证明是成功的。科尔伯格和他的得力干将们不再需要花费数个小时给不熟悉情况的管理层解释交易过程了。你只会听到这样的对话："杠杆收购，那是什么东西？"

科尔伯格觉得是时候建立更大的平台来承载他们的工作了。三人向贝尔斯登提交了建议，在贝尔斯登内部设一个新部门，由科尔伯格牵头，克拉维斯和罗伯茨做副手。这将为他们在公司内部组织和融资提供必要的高度。贝尔斯登投资银行的回答，在今天看来是个（但不是最后一个）糟糕的决定。高级管理层拒绝了这项提议。科尔伯格等三人立即辞职，组建了自己的公司。科尔伯格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资100 000美元，克拉维斯和罗伯茨每人各10 000美元。开始公司按照三人在贝尔斯登的级别高低，命名为“科尔伯格－罗伯茨－克拉维斯”。但公关顾问认为KRK的名字不好，因此KKR诞生了。

KKR的起步很慢。1977年，KKR仅完成了三项并购，而1978年则一笔也没做成。并购的架构和以前的没什么两样，但最开始却没有人向KKR委托资金。相反，富有的投资者被吸纳进来提供必要的股本投资，这限制了KKR做出重大并购的能力。每次KKR想做成一笔并购，却需要花数个小时的苦工去拼凑一个投资财团，这极大地影响了交易的架构。三人努力改变这种情况，为私募股权并购市场提供了另外一个关键要素。

1978年，KKR建立了第一只私募股权并购基金。基金规模不大，只有3 200万美元，但却包括像星星保险事务所、美国教师退休基金以及商业银行花旗集团这样著名的机构投资者。考虑到当时的经济状况——年底优惠贷款利率攀升到11.75%，而且企业贷款越来越少——这是个不小的成就。基金的目标稍有改变，瞄准了那些表现欠佳的上市公司，KKR在这个领域钻研了很久，因此能获得最大的收益。基金有着和当今巨无霸级收购基金一样的特点：1.5%的管理费（现在已经上升到了2%），科尔伯格、克拉维斯和罗伯茨三人以及普通合伙人则能以高于预设回报率20%的比例获得公司的收益。基金收取每笔交易总额的1%作为投资银行业务费，此外，新成立公司的董事会成员每人也得到2万美元。这些管理和交易费后来成为私募股权收益的重要来源。

KKR现在有专门的基金来为收购中的股权部分融资。它不必为了单个的个案进行艰苦的融资了。KKR把赚到的钱马上投入业务中。第二年，KKR完成了第五笔交易，花费了3.8亿美元收购了在纽约证券交易所上市的胡戴尔实业（Houdaille Industries）。在当时这是最大的杠杆收购，具有划时代意义。这是第一次收购中等级别的上市公司。这笔里程碑式的并购交易，为未来的私募股权的结构打下了基本框架。股本融资来自于KKR基金以及一些合伙投资人。新成立的公司管理层也持有一定股份，这激励着他们为新的投资者获得额外的投资回报。

这次杠杆收购的融资很高，其中87%的资金是通过举债筹措的。先前KKR因为缺乏乐意提供融资的债权人而很难完成大型的收购。举例来说，KKR的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一桩收购，即1977年杠杆收购万能工业集团，市场价值总额为2 600万美元。KKR没有办法为这桩交易获得任何次级债务融资。相反，KKR仅能通过银行优先债务贷款完成总额66%的融资。在收购胡戴尔的过程中，KKR创造性地利用多种融资工具构建了债务/股本达到大约85%的资本结构。但要做到这点，KKR花了至少一年的时间。后来克拉维斯回忆说："当时，我们必须尽可能地增加资金来源，包括几家银行和保险公司，得去一家一家地游说它们，获得资金，才能形成一个以利用基金为基础的资本结构。"

为了能做成更大规模的管理层收购，KKR需要更多的债务和产权筹资，这也是私募股权的生命线和推动力。KKR最初在1978年和1980年的两只基金中的资金大多来自于富有的私人投资者。KKR的收购目标越来越大，这些人的资金已经不能完全满足。KKR再次创造性地找到了之前从未使用过的资金来源——退休基金以及更加传统的商业银行。在接下来成立的四只基金中（分别成立于1982、1984、1986和1987年），商业银行投资占到了KKR融资金额的大约30%。

退休基金是一种获利更加丰厚的资金来源。1974年，国会通过了《雇员退休收入保障法案》，旨在提高公共和私人养老金的构成，鼓励个人为退休而储蓄。从那时起，公共退休金基金就积累了数千亿美元的资金可供其调配。但当时的州政府法律严格限制公共养老金用于投资的行为，尤其是像股本投资这样高风险的活动更是被严令禁止。俄勒冈州财政主管鲍勃·施特劳布成功地游说州立法机构放宽了这些禁令，以便得到更多的获利机会。

这对俄勒冈州和KKR来说，都是福音。由罗杰·梅尔领导的俄勒冈州理事会成为了KKR的第一大投资合作者。在KKR1981年杠杆收购总部位于俄勒冈的弗雷德·梅耶公司的过程中，该理事会总共投入1.78亿美元。弗雷德·梅耶公司收购额仅为4.2亿美元，理事会的投资回报超过了原金额的53%。其他州很快注意到了俄勒冈州在养老金方面的巨大变化。收购的潜在回报和KKR早期的获利事实都促使它们的立法机构开始允许投资于此类基金。养老基金很快成为KKR最大的投资者。1986年KKR总共16亿美元的基金中，州养老基金占了极其重要的份额，单纽约州政府一笔投资就达到0.55亿美元，之后，该州在1987年把它在KKR的投资额提高到3.7亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪80年代私募股权的卓越表现以及不断提高的交易回报为私募股权创下了良好的名声，尽管当时的收益情况并不完全为世人所知，但KKR前五只基金的平均回报率为37%。同时，其他杠杆收购也获得了成功。1982年，RCA企业集团旗下的吉布森贺卡公司的管理层设计以8 000万美元对其公司进行杠杆收购，这项收购中的0.79亿美元都是通过债权融资的。仅仅一年以后，吉布森公司上市，评估市值为3.3亿美元，他们又以此时的价格卖掉了30%的股票。在KKR收购胡戴尔的案例以及吉布森成功地自我收购案例的刺激下，一大批其他的收购公司开始纷纷效仿。福斯特曼-利特尔公司在1984年以5.12亿美元收购胡椒博士公司就是其中之一。

福斯特曼-利特尔公司的领导者是光芒四射的泰迪·福斯特曼，他公开把自己和KKR公司的克拉维斯相提并论，称自己是更为温和的并购之王，对私募股权业备受争议的杠杆收购和重组有些不屑为之。福斯特曼和政界名人结交，但他在享受自己的财富的同时，也为慈善事业慷慨解囊。他从来不隐瞒心中的想法，并打定主意要做成。他公开批评KKR进行的高比例杠杆收购以及后来放弃使用的垃圾债券融资。克拉维斯所娶的服装设计师卡洛琳·罗伊姆曾和福斯特曼约会过的事情，无疑为两人的关系火上浇油。

杠杆收购无疑是十分赚钱的。但为什么私募股权能赚到钱，可那些公司的经理们却赚不到呢？人们总结出以下的一些原因。

- 新增债务的好处。这些公司头顶上的债务约束了管理层。为了还债，利润不再被用在外出游玩或者乘坐喷气式飞机上。管理层要想收支平衡并还清债务，就不得不加强预算并节省开支。在20世纪80年代，KKR收购金额中的80%～90%来自于举债，其余部分则是以股权形式解决。负债也有税收方面的优势，公司的利润可以少缴税，因此公司能利用债务融资增加额外的现金。
- 管理层受到了激励。将管理层变为股本投资人的做法极大地激励了他们对成功的欲望。吉布森并购中新增的巨额金钱成为众人眼中的超大胡萝卜。在此之前，管理层只有很少的一部分，只要不出大的问题，他们的薪水就照领不误。现在，管理层可以和投资人一样大把地获得公司收益。他们参与的程度越深，就越乐于承担更多风险，有了更多激励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 更多的所有者和更大的监控力度。 私募股权的管理层参与新公司的运作并对自己的表现进行监督。KKR的合伙人在收购的公司中，担任董事会成员，能监管公司的业绩并经常对管理层的商业决定进行咨询和质疑。这和当时公开上市公司中放任自流的管理模式形成了鲜明对比。在上市公司中，董事会通常管理消极，其成员多是CEO的朋友或同事，而分散的公众股东缺乏统一行为的能力。
- 更为开放的监管和更为长期的目标。 私募股权允许公司在公开市场以外进行经营，公开市场上获得的收益要通过不断地和金融、流动性、分析师以及其他一些公开的对象保持接触，因此公开上市公司也是法律监管、费用成本监管以及其他监管的焦点。而私人公司则避免了这些费用。这使得公司能够采取更为长期的计划，而不受每季度的盈利报告的限制，这样的报告是公开上市公司受众人关注的焦点。
- 更加长期的投资视野。 最后，私募股权公司拥有更为长期的投资视野，在20世纪80年代期间，KKR平均持有一家收购公司股票的时间长达7.6年。这给了管理层和投资者足够的时间来合作并影响公司。这种长期的投资视野使得私募股权公司的投资组合能够关注于长期投资，做出在短期内可能痛苦，在长期可能获得更大收益的决定。

KKR为其交易成功地找到了股权，但是越来越大的收购需要更大比例的融资。之前KKR依赖于商业银行和保险公司进行债权融资，这些机构只愿意提供有抵押担保的贷款。这样的贷款属于优先级别，要求其必须先于其他债务被偿还，这限制了KKR能够融资的规模。并购公司为了借到资金要提供一定金额的保障金。此外，每次交易都要重新组合债权融资，这使得快速完成交易变得很难，而速度是公开市场的关键。

如果KKR想要取得中意的贷款，必须找到更大的资金来源，能和抵押担保债务一起获得的无担保贷款或者次级贷款成为首选。这正是精明而名不见经传的迈克尔·米尔肯和他的德崇证券选择的切入点。在整个七八十年代，永不停歇的迈克尔·米尔肯为次级债券开创了一个巨大的市场，它更为世人熟知的名字是“垃圾债券”，因为此类债券低于投资级别，有的甚至是不够分级标准的。历史上讲，投资者尽力避免垃圾债券，只有没有其他融资来源的小型发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者才会选择。迈克尔·米尔肯仔细研究了这个市场，发现投资者在这能获得额外的回报。他把这个理念广为传播，很快说服众多的机构和个人投资者购买了他发行的垃圾债券。为了满足客户的需求，米尔肯需要为这些债券找到更大的发行来源。

米尔肯和私募股权的巨星们结成了联盟。米尔肯不仅可以提供现成的、快速的资金来源，而且通过利用安全性较低的次级债券市场，他还为私募股权公司提供了筹集更多的债权和融资杠杆的方法。而更多的融资杠杆，意味着私募股权能更频繁、更大手笔地进行收购，也就增加了赚取额外回报的机会。克莱顿-杜比利埃公司（现名为克莱顿-杜比利埃-赖斯公司）成为第一批利用米尔肯的服务进行杠杆收购的私募股权公司之一。1983年，它收购了哈里斯公司的绘图部。其他私募股权纷纷效仿，到80年代中期，各家私募股权几乎清一色地投入米尔肯和他的垃圾债券的阵营；米尔肯举办的每年一度的垃圾债券大会成了著名的“捕食者的舞会”。米尔肯和私募股权一道，通过这样的方式建立了一个能支撑快速出手和债务证券化的债务市场。

KKR通过和米尔肯以及他的德崇证券建立紧密的合作关系，再次夺得市场领导权。这种合作关系在1985年KKR宣布接管碧萃斯食品企业集团时才浮出水面。碧萃斯以乳制品业起家，但在七八十年代快速扩张为包含其他业务的大杂烩，超逸中式食品公司和倍得适内衣公司都是其旗下子公司。KKR自发报价，甚至当时名列《财富》500强第26位的碧萃斯公司都事先不知情。在此之前的收购中，KKR从来没有在未征得管理层支持的情况下完成一笔交易。现在KKR也加入了当时流行的蓄意收购者行列。碧萃斯的管理层以其无能而出名，这使得KKR的收购变得容易。很快，碧萃斯投降，双方以62亿美元的价格成交。为了给这宗交易融资，KKR求助于米尔肯和他的垃圾债券公司，付给对方的各项费用共计2.48亿美元。在80年代的后半期，KKR发现融资变得很容易。有哪家银行对KKR提供的数以亿美元的费用无动于衷呢？收购碧萃斯之后，KKR募集了当时最大的一笔资金：1987年的56亿美元，其中53%由11家退休基金支付。

私募股权的高潮仍在继续，KKR仍然处在这一风潮的顶峰。从1985年到1989年发生的1 625笔私募股权收购中，KKR仅完成了其中的28笔。但在这一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期最大的25笔买卖中，KKR就完成了8笔，如果以金额计算，KKR更是占到了交易总额的近1/4。

整个80年代的收购狂潮在1989年KKR以创纪录的311亿美元买下纳贝斯克时达到了顶峰。《门口的野蛮人》⊖一书完美地记录了这桩收购案。KKR在和纳贝斯克前销售员、时任CEO的罗斯·约翰逊领衔的管理层收购团队经过艰苦的竞标过程才最终获胜。这也是一场意志之战，亨利·克拉维斯下定决心要打败罗斯·约翰逊。克拉维斯为了表明他不可被战胜而开出的惊天高价，让整个华尔街为之震撼。这笔交易为包括KKR和它统领的由银行家和律师团组成的无敌舰队在内的整个交易机器创造了超过10亿美元的各项费用。

纳贝斯克收购成功之后，并购市场陷于消沉。原因是多方面，至少包括以下几点：信贷市场紧缩、美国经济陷入衰退以及监管的加强等。此外，S&L危机也消灭了很多债权购买人，而收购纳贝斯克消耗了大量的投资力量。也有很多人提到了信贷和股权市场泡沫的破灭。无论什么原因，80年代宽松的信贷资源到了1989年，似乎一夜之间干涸了。这一情况公开的标志就是第一波士顿公司的痛苦挣扎。当市场突然崩溃的时候，第一波士顿无法对它借给俄亥俄床垫公司的数以亿美元的债务进行再融资，无法收购这家生产席伊丽床垫的公司。第一波士顿在得到了瑞士信贷的财政救助后才逃过了破产的命运。

也许还有人怀疑信贷宽松的过热时期已经过去的说法，至少暂时看来，米尔肯拒绝公布内幕交易费的情况以及20世纪90年代初德崇证券的倒闭加速了这一时期的终结。但不管怎样，KKR和米尔肯成功地创建了一套快速甚至是低廉的融资并购体制。也正是这套体制导致2004～2007年间各家公司杠杆化的泛滥，并在2008年的金融危机中惹出了大麻烦。

信贷市场的失败在股权杠杆收购的下滑中已经显露无遗。新增的私募股权从1989年的119亿美元下滑到1990年的48亿美元和1991年的56亿美元。没有了鲜活的资金来源，私募股权公司的收购显得举步维艰。私募股权并购额从1989年的758亿美元锐减到1992年的80亿美元。私募股权公司以原来的价格收购的公司现在却很难获得收益，此时也出现了经营困难。KKR自然不能幸免。收

⊖ 此书是一部精彩的华尔街商战纪实巨著，全面展示了公司控制权的博弈过程。其中文版已由机械工业出版社出版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购纳贝斯克公司，使得KKR的投资者损失了9.58亿美元，到了1991年，KKR不得不再投入17亿美元为纳贝斯克重新融资价值70亿美元的以实物支付证券。媒体广泛地报道了这一事件，宣传说KKR为狂热竞买纳贝斯克的行为受到了“惩罚”，这也是它为了争夺并购交易界天王的头衔而自酿的苦果。

有很多教训值得吸取。很明显，债权和产权（即为并购进行的融资）是私募股权的生命线。这些资源的枯竭自然导致了整个行业的沉寂。此外，这些资金来源以及私募股权本身都表现出了明显的周期性。自从1989年垃圾债券市场崩溃以来，私募股权业明显地要依赖信贷市场才能存活。第一波士顿的痛苦挣扎充分表明了债权市场就是一场击鼓传花的游戏，当游戏结束时，总有人会拿着手里的债务，损失惨重。但这样的教训很快就被人忘得一干二净，以至到了2007和2008年，相同的事情又再次上演。

此后，私募股权业进入了一个平静期。整个20世纪90年代是重建的时代，虽然有交易发生，但规模更小，行事更加低调。黑石、阿波罗投资管理公司、凯雷投资集团、得克萨斯太平洋集团、托马斯·李合伙人公司以及银湖都是当时收购舞台上的主角，但占行业统治地位的仍是KKR。1996年，KKR募集了当时最大的一笔60亿美元的基金。虽然投资人从KKR 20世纪80年代末期的投资行为中吸取经验，变得更加聪明了，竞争对手也频频施压，KKR还是奋力达成了收购。有意向的投资者对KKR的基金条款进行激烈的讨价还价，反复提及竞争很激烈以及KKR在90年代末收购纳贝斯克交易中的糟糕表现。KKR不得不把管理费从1.5%减到1.1%，并把监管费和交易费减半。双方争论激烈，以至于有媒体报道说乔治·罗伯茨对体量巨大的加利福尼亚州退休基金说：“因为他们提出的交易条件实在太苛刻，不再欢迎他们来投资了。”

在2001年的“9·11”事件之后，信贷的闸门突然大开。美联储猛地——以事后的眼光看，也许是太过猛烈地——降低了税率。债权融资变得廉价而易得，这引发了私募股权的再次高涨。2001年，全美收购市场上私募股权占176亿美元，而到了2006年，私募股权达到了3 895亿美元的规模，占全美收购市场的25.4%。信贷的廉价并不是唯一的推手。退休基金、捐赠和保险基金的持续增长以及由此带来的股权融资也推动了私募股权的回归。仅2007年，美国退休基金就达到了14万亿美元，捐赠额达到了4 110亿美元。这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金成了贪婪的投资客，为了投资和额外的回报而冲击着市场。再次，这些基金急不可耐地向私募股权投资，而后者也正寻求撬动宽松的信贷市场以增加并购数量，加大并购金额。相比于2002年区区的380亿美元，私募股权在2006年共募集到了2 290亿美元。也是2006年，黑石募集到了创纪录的156亿美元，超过了KKR在当年创下的100亿美元的纪录。KKR的霸主地位被人公开抢走了（见图2-1）。

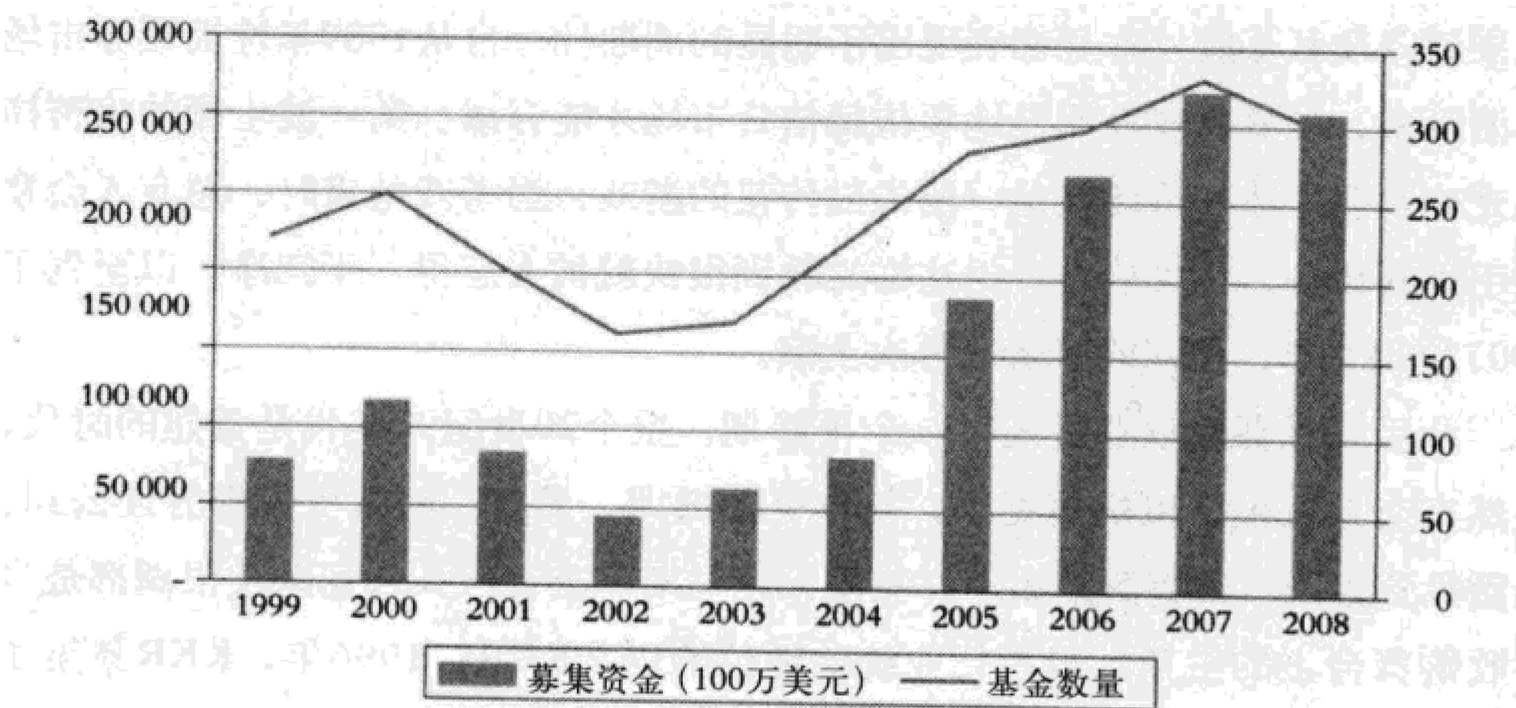


图2-1 全球私募股权公司创建的基金（1999～2008年）

资料来源：汤姆森·路透（包括全球并购、夹层融资、重组以及扭转基金）。

尽管有过一些失误，私募股权还是凭借其自从20世纪80年代创下的历史纪录吸引到投资。在最初的30年里，KKR的前10个私募股权基金的年平均净回报率达到了20.2%。与此类似，正在崛起的黑石公司自从1987年创始以来，年费用平均毛回报率达到了30.8%。尽管资料有限，整体研究也远不能涵盖私募股权业的真正实力，但现有的资料仍然表明私募股权是个巨大的行业。业已成型的大公司通过欺压小公司获得额外的回报，而全行业的收入情况仅仅和标准普尔500指数的情况持平。像20世纪80年代一样，新千年的几宗获利颇丰的交易向世人昭示了私募股权的投资潜力。2005年，黑石公司收购一家名叫塞拉尼斯的德国化工上市公司，仅仅12个月，其6.5亿美元的投资就翻了5倍。为了不被对手超过，KKR联合凯雷投资集团和普罗维登斯股本合伙人公司一起，在同一年举行了一场投资盛宴。在收购美国泛美卫星公司不到12个月，它们将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其出手，赚得了18亿美元以上的利润。

投资基金因其关注Alpha，也被私募股权所吸引。Alpha指的是一名投资经理人在市场变动时（即Beta），最先采取行动，超过某项投资的预期收益，赚取额外回报的能力。去除Beta，能够对经理人的投资行为的质量进行评估，而不受市场变动的影响。人们发现，私募股权具有超级的风险调节能力，即正Alpha能力，超过了标准普尔500指数中相应的杠杆投资。这也更进一步证明了私募股权在运行企业方面的成功，而这正是吸引机构投资者的另一个关键因素。

20世纪80年代的投资狂热在新千年重新上演。跟上一次一样，私募股权不声不响地膨胀，随着这一过程的继续，它逐渐演变成一种更大的力量。2004年最大的私募股权并购案是得克萨斯太平洋公司、瑞士信贷第一波士顿和普罗维登斯股本公司联合索尼公司以48亿美元收购了米高梅公司。但美国历史上迄今为止最大的收购是2007年2月26日，得克萨斯太平洋集团和高盛、KKR宣布一致同意以43亿美元对得克萨斯州电力公司的管理层收购。10宗最大的私募股权收购中的9宗，都是在2006～2007年间宣布的（见表2-1）。

表2-1 历史上最大的十宗私募股权管理层收购

并购方	目标公司	总价值（100万美元）	交易宣布日期	交易完成日期
KKR、得克萨斯太平洋集团、高盛	得克萨斯州电力公司	44 372	2007/2/26	2007/10/10
黑石集团	办公物业投资信托	37 711	2006/11/19	2007/9/2
KKR、贝恩资本、美林	HCA	33 000	2006/7/24	2006/11/17
KKR	纳贝斯克	31 100	1988/12/1	1989/4/29
得克萨斯太平洋集团、阿波罗、花旗集团	哈拉斯娱乐公司	27 800	2006/10/02	2008/1/28
KKR	第一资讯公司	29 000	2007/04/02	2007/09/24
托马斯·李合伙人公司、贝恩资本	美国清晰频道通信公司	24 000	2006/11/16	2008/7/30
高盛、得克萨斯太平洋集团	欧特尔公司	27 500	2007/05/02	2007/11/16
黑石集团	希尔顿酒店	26 702	2007/07/03	2007/10/24
KKR	英国联合博资公司	22 179	2007/05/09	2007/06/28

随着收购市场的升温，私募股权再次进入了新的投资领域。在20世纪80年代，这些私募股权并购经常受到空壳公司的影响。这些空壳公司就是私募股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权公司为了并购的目的而专门成立的。空壳公司本身没有资产。相反，并购协议要求空壳公司在合理的范围内，尽最大努力完成并购。一旦融资不利，空壳公司也经常终止并购交易。这是通过在并购协议中设置固定的融资条件实现的，此类条件要求空壳空壳公司获得足够的资金才能对目标进行并购。但鉴于空壳公司自身没有资产，目标要求融资担保以使交易能真的成功。因此，此类交易安排通常要有投资银行或商业银行的债务融资承诺书相伴随。但这类承诺并不完整，要等到交易结束时，和有证明文件的信贷协议一起才能完成。另外，这些承诺书经常是可选项，里面包含的条款允许银行在市场恶化的情况下终止融资义务或终止贷款的投放。

鉴于此类交易的杠杆比例过高，很多银行甚至连这样的承诺担保也不愿意提供。此时，银行通常会出具高度确信函⊖。迈克尔·米尔肯最早大范围地使用了这种高度确信函。在他经办的一些交易中，当不确定贷款一定会发放，也没法给相关公司提供书面的承诺时，他便使用了这种办法。融资银行由此认定，这样的交易属于“高度”确信，可以从市场获得贷款，但不出具具有合同性质的书面承诺。但无论哪种情况，如果收购不能成功，私募股权基金是不能依赖的。这使得私募股权基金在收购完成之前，一旦市场或其他方面出现问题，可以随时从交易中脱身。目标公司想确保合作的成功，只能依赖公司的名声和私募股权基金来完成交易的愿望了。

到了20世纪90年代，目标公司开始通过获得或要求私募股权公司开具承诺函的方式，在合同中把私募股权公司和收购活动捆绑到了一起。在这类承诺函中，私募股权公司有义务向空壳公司提供必要的股权以完成收购。而此前，目标公司只能依赖于私募股权公司的良好愿望提供权益。这一改变填平了融资的鸿沟，确保了空壳公司为完成收购而接触到债权和股权。在这一时期，债券承诺书普遍包括过桥融资的内容。过桥融资是在交易完成以及任何垃圾债券永久融资之前，为完成交易进行的过渡融资。这些措施使得目标公司感到放心，即使在垃圾债券贷款没有按时到位的情况下，收购仍能完成。

⊖ 投资银行还为发行公司向目标企业提供“高度确信函”（highly confident letter），证明发行公司有能力募集并购资本，以其资信担保。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

胜科和私募股权的变革

接下来该谈谈胜科了。在KKR收购了纳贝斯克之后的10多年时间里，胜科是最大的一笔私募股权交易。这是一场多家私募股权买家参与的合伙收购，同时也是一种私募股权收购的新模式——技术交易。胜科是一家主营IT服务和软件业务的公司。简而言之，胜科的情况在之前的私募股权交易史中还没有过。正是因为如此，来自谢尔曼·思特灵律师事务所负责胜科交易的律师们对融资风险很担心。为了解决这个问题，谢尔曼·思特灵的律师们协商去除融资条件，其结果使交易变得严谨，表面上对目标公司更加有利。参与交易的七家私募股权公司出具了一个权益承诺函，对股权部分达成了一致。对于债权部分，则通过一封包含过桥融资条款的承诺函取得了统一意见。

作为同意对方去除融资条件的补偿，胜科提出私募股权买方可以随时终止协议不再交易，但必须支付3亿美元的反向终止交易费。如果空壳公司不能或不愿意为融资完成并购，也就是说，交易被终止了，财团将向胜科支付3亿美元的补偿金。之所以起名叫做“反向终止交易费”，是因为典型的终止交易费是目标公司在接受了另外其他的竞标公司更高的出价后，支付给当前买家的。鉴于空壳公司没有可用资金，就由私募股权买家为支付这笔费用出具保证函（见图2-2）。

这种交易结构以前在房地产业中经常使用，但胜科的交易，是大规模的私募股权在并购中的第一次使用。这种交易模式很快在私募股权行业中风行起来，这主要有两个原因。首先，私募股权公司喜欢这种结构，因为它避免了戳破空壳公司画皮的危险。一旦目标公司绕过空壳公司的限制，就会直接对基金本身的能力进行评判。私募股权公司通过答应给予目标公司反向终止交易费，为目标公司提供了不被追索的保证，从而使目标公司放弃了探究庐山真面目的要求。这样，通过支付反向终止交易费，私募股权就掩盖了它的信用是拼凑起来的真相。其次，目标公司也喜欢这种结构，因为一旦收购融资失败，仍能保证获得补偿。因此，胜科的反向交易终止费相对于老的交易模式，是一种进步。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

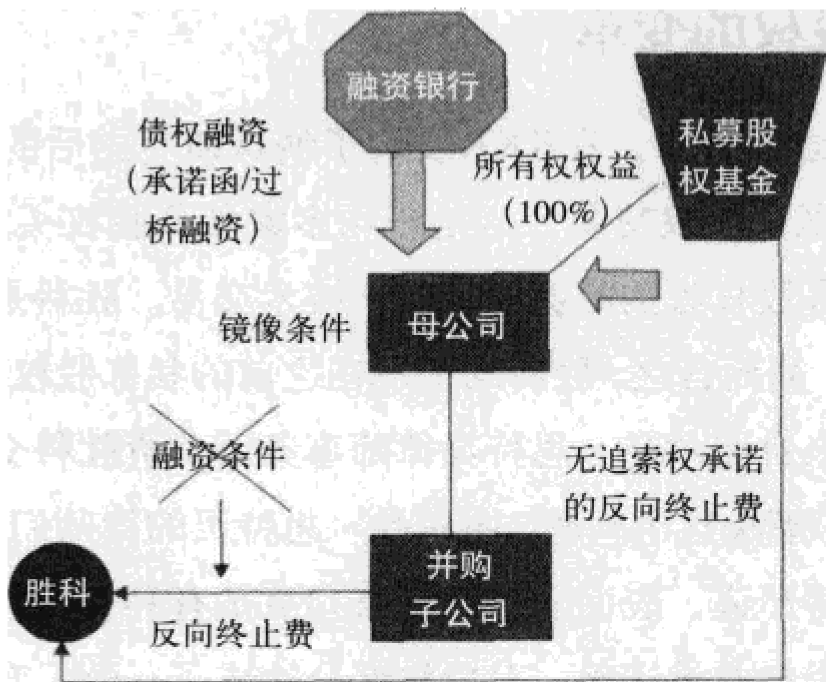


图2-2 胜科管理层收购结构图

资料来源：胜科数据系统公司代表报告（日程表14A）（2006.6.27）

图2-3是对2004～2008年间使用反向交易终止费的私募股权交易百分比的计算结果。该图表明，在交易实践中，使用融资条件的交易快速下滑，与使用反向交易终止费成反比。

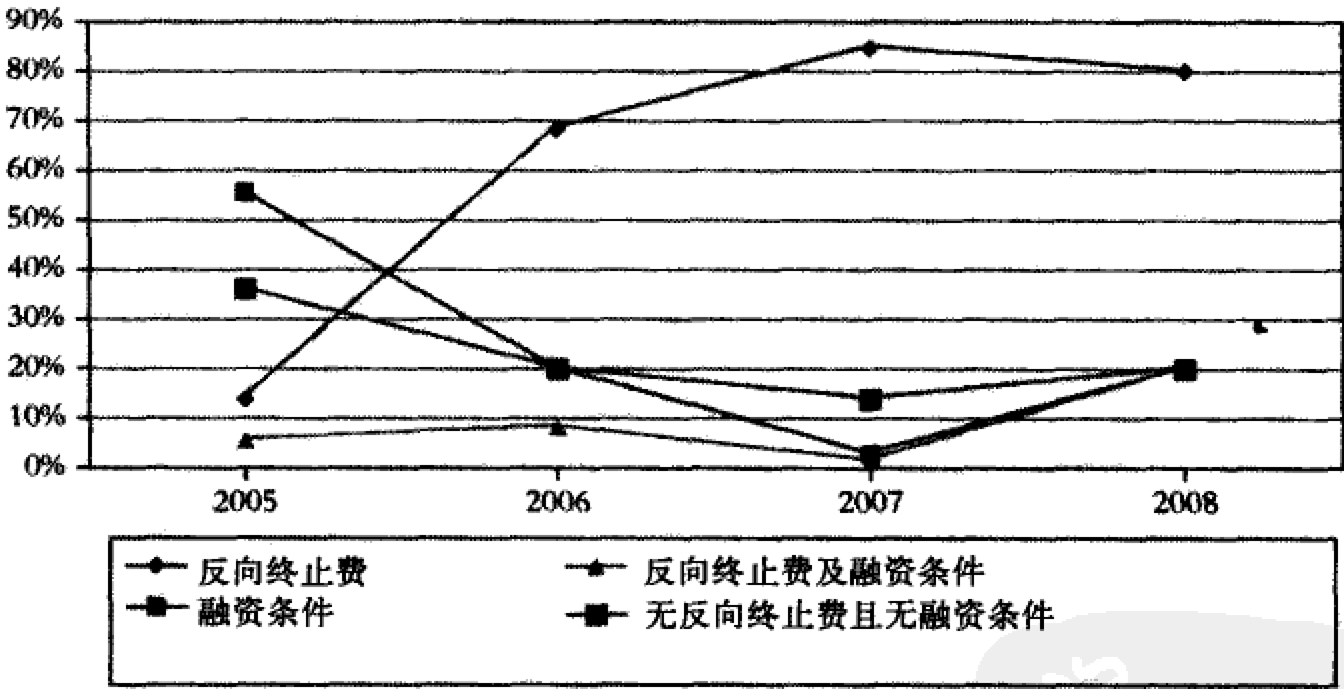


图2-3 采用反向终止费的私募股权公司
（2004～2008年间并购总额的 % / 金额超过1亿美元）

资料来源：Factset并购统计（Merger Metrics）。

有时，交易结构的某方面也会发生重大的变化。比如说，在2005年收购内曼·马库斯公司的交易中，私募股权买家同意使用两级终止费。如果因为融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资失败导致交易失败，则终止费较低；如果买家无理由地放弃并购，则终止费较高。在某些情况下，还有第三种变化。比如如果目标公司强制要求私募股权空壳公司兑现，法律术语叫执行债券或产权承诺函并完成交易，但空壳公司却没有这个能力或融资失败，此时应付的只有反向终止交易费。

在前两种变体中，这种模式为私募股权公司提供了一种只需支付反向终止交易费就能规避交易的模式。这对私募股权买家是一种高度明确的选项。典型的反向终止交易费通常达到交易费的3%。相应地，在交易完成之前，私募股权公司可以随时比较是撤出交易、支付反向终止交易费比较经济，还是继续交易更划算。律师对这种潜在的可能性很了解，但通常会建议客户从维护公司声誉的角度，不去算这笔经济账。

尽管有少数例外，但多数的费率保持在3%，并不会根据收购的具体情况或者监管风险而发生变化。交易双方维持这样的费率，是为了保持反向终止交易费和普通终止费相对称。但这种对称并不真实。受特拉华州法律监管的交易终止费最初的设计目的是对在竞标中的买方给予补偿。而反向终止交易费是为了补偿目标公司，并且一旦交易失败，会阻止买家撤出。相对于旧的结构，反向终止交易费在融资失败时，为目标公司提供了补偿机制，是一种进步。但从事后看来，反向终止交易费设定得过低，这在金融危机中让目标公司头疼不已。

第六次风潮中的私募股权

私募股权业也在从自己之前的失误中汲取教训。KKR收购纳贝斯克的交易提醒了业界贪心不足蛇吞象的危险。面对大规模的收购交易，私募股权公司开始更多地合作收购，分担费用和风险。收购胜科是其中第一次大规模的合作，其后有很多人纷纷效仿。在2004～2007年的前10次大私募股权收购中，有6次是合作完成的。泰迪·福斯特曼和亨利·克拉维斯互为仇敌、相互之间不说话、不共事的时代已经一去不复返了。现在的私募股权公司经常合作，规避竞争，以免纳贝斯克那样的竞标案重演。胜科又一次成为了此类交易的先例。目标公司抱怨说，“这导致了交易的串通投标行为，付给股东的分红更少了。”美国司法部也曾因其反竞争行为对私募股权业展开调查，但现在这类活动仍在有增无减地进行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权及其批评

随着私募股权的再度崛起，它再次在公众中引起了争议。很多人批评私募股权削减了就业机会，关闭了工厂和办公室，为了被并购企业的高额债务而过度削减资本投资。这样的批评可以追溯到20世纪80年代。一项突出的研究发现，尽管私募股权“创造性的削减”方案能提供新的岗位，这些被并购的公司在管理层收购后，平均雇员数量还是减少了7%。有关基本建设费用的说法尽管仍需要进一步的研究，但也发现私募股权并购导致了资本开支的增加。此外，也有研究发现私募股权收购刺激了专利程序的创新，当然，到底私募股权是激励了专利申请还是培育了创新仍然有待观察。

私募股权业的新代表人物，黑石公司的CEO史蒂芬·施瓦茨曼并没有给人留下什么好形象。他被人称为“华尔街的风云人物”。《纽约》杂志的库尔特·安德森把他描绘成“这个时代贪婪、鲨鱼般永远狞笑的代表”、“不戴假发的戈登·盖柯”[⊖]。据《华尔街日报》所载，施瓦茨曼经常一边吃着每只400美元的蟹爪，一边高声训斥他的医生，行为举止就像个被宠坏了的孩子。他耗资300万美元的60岁生日宴会巩固了他作为私募股权“不那么光彩的”公众形象代言人。有报道说，亨利·克拉维斯对施瓦茨曼的广告十分不满，但很多人把这当成他对黑石公司击败KKR，夺取业内最大并购交易的嫉妒。但无论如何，广告也不能改善公众对私募股权的形象，因为他们只忙着贪婪地收购和运营公司。为了抵消这种负面印象，私募股权行业甚至组建了一个新的行业组织——私募股权委员会，带上一幅更为人性化的面孔，以协调其在国会和其他政府组织间的游说活动。

私募股权的泡沫

当时，有人谈到了私募股权的泡沫。到2007年年初，随着信贷市场不断膨胀，私募股权开出了历史最高价格，并在不停地增加借款的金额。银行不仅

⊖ 商战电影《华尔街》中的人物。该片以全球金融中心的美国华尔街为背景，描写翻云覆雨的股市大亨戈登·盖柯贪婪成性，不择手段地在幕后操纵股票行情，最后遭受惨败的故事。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意为私募股权收购提供更多低价的收购杠杆，它们甚至开始放松之前提出的一些重要条件。胜科被收购不久，内曼·马库斯公司的收购交易，就以其在还款承诺函中完全放弃终止交易条款而出了名，这不同于任何一种变体，是对之前普遍通行的交易结构的更改。私募股权公司开始谈判订立低门槛的垃圾债券，以便为公司提供更多的操作空间并避免拖欠。融资也开始包括以实物支付的方式，增加以实物支付的选项是其标准特征。如果该公司的现金流不足以支付现有债务，实物绑定允许私募股权以更多债权而非现金的方式归还债务。这些实物支付的方式，加上缺乏债务契约，将在金融危机中极大地有利于私募股权。2008年，包括美国清晰频道通信公司、哈拉斯娱乐公司、瑞爱琦不动产公司以及其他一些深受困扰的证券投资组合开始反复使用这些实物支付组合。

越来越多的市场观察家开始指责这种做法，并且公开指出无论是信贷市场还是私募股权业都存在着泡沫，并且最终将破裂。黑石公司包括施瓦茨曼本人在内的所有者在2007年6月的首次公开发售中，出售他们在黑石公司的部分股权，共获利47.5亿美元的行为，也被外界看做山雨欲来的征兆。施瓦茨曼本人从这次出售中获得了6.84亿美元，他不仅是在市场上融资，还是在为那些年纪较轻的合伙人做准备，以免到他退休的时候，那些人买不起他手中昂贵的股票。如果这些消息灵通人士开始出售股票，并且售价还定得这么高的话，这样则显然不是什么好兆头。

公开市场狼吞虎咽下黑石和后来照葫芦画瓢的KKR公开发行的股票。公众这么做完全是为了蚕食私募股权大腕们的财富。其他资产顾问公司的IPO成了可怜的替罪羊，它们不得不掏钱来激励管理层。而它们的资金流甚至比基金本身还不稳定，并且越来越依赖于管理费的收入。证券交易委员会禁止私募股权基金公开挂牌，却允许资产顾问公司挂牌。美国劳工联合会-产业工会联合会曾在致证券交易委员会的一封信中，对这种双重标准提出抗议，要求这两种公司都不能在公开市场上市。他们的意见被置之不理。

私募股权还存在其他问题。随着这些私募股权公司规模的扩大，它们开始逐渐效仿70年代之后就已废弃不用的企业集团的模式。现在的KKR和黑石公司是世界上最大的两家私募股权公司。这两家，尤其是后者，开始通过向其他公司提供银行融资、经营对冲基金和投资银行服务等方式拓展经营领域。有鉴于其巨大的规模和经营领域，大型私募股权公司开始被人称为“金融超市”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体量巨大、商业兴趣广泛并且数量不断增长的私募股权公司，随着竞争的加剧，似乎不再能攫取像最初的几年里那么多的利润了。

到了2007年，私募股权主宰世界的力量仍在继续（见图2-4）。仅在当年，私募股权通过新的委托就融资2 760亿美元，这足以支持1万亿美元规模的收购业务。2007年3月，KKR一家名下经营的财产就达到了530亿美元，而黑石公司则手握787亿美元。它们都在找寻收购目标。2007年的前6个月，私募股权以3 138亿美元的总金额，占到了全美收购市场的50.6%。这其中就有对欧特尔公司、博士伦公司、服务大师公司以及第一资讯公司的收购。媒体称那些私募股权经理们为新的财经届巨子（见图2-5）

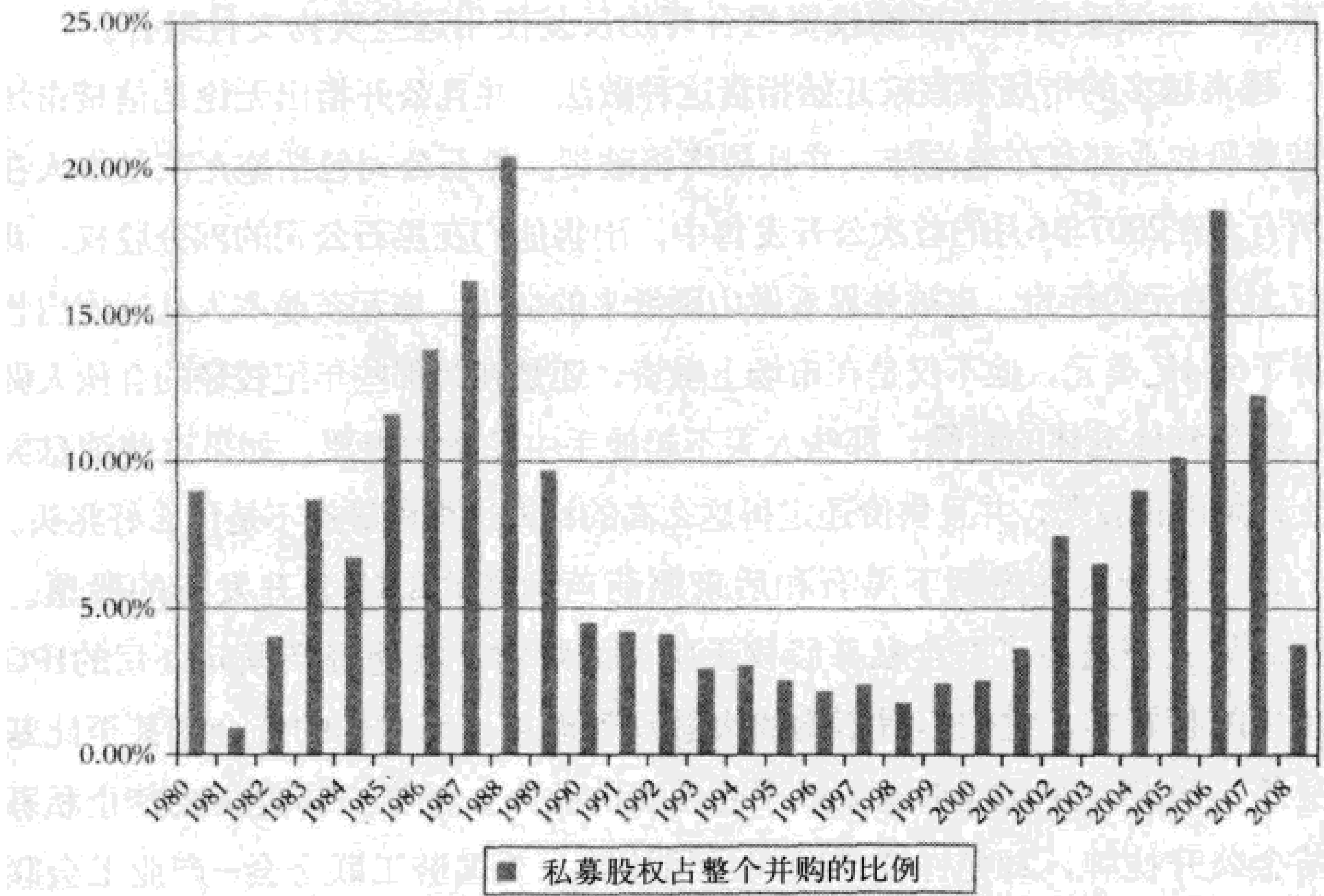


图2-4 1980~2008年间公布的私募股权接管（占全球公布的接管总额的百分比）

资料来源：汤姆森·路透（包括各种杠杆收购在内）

与此同时，私募股权引领了金融界的革命。这些公司越来越多地在目标公司身上使用更加熟练的资本结构，包括优先级贷款、次级贷款、无抵押贷款以及优先股筹资等各种手段。证券投资组合公司开始从它们的收购资金中抽取现金，对公司进行再融资，并实时获取利益。其结果是通过财务手段，从公司尽可能地攫取价值，把风险分割得越小越好，留给被收购公司的股本越少越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这一过程中，私募股权利用了现代金融工具和不断增长的证券市场，对手中的证券定价，然后销售。它们的投资技巧开始向更加广阔的收购市场延伸。但对金融点金术的过度使用，也招致了一些反对的呼声，说它们的利润只是通过这样的戏法而非辛苦劳动所得。

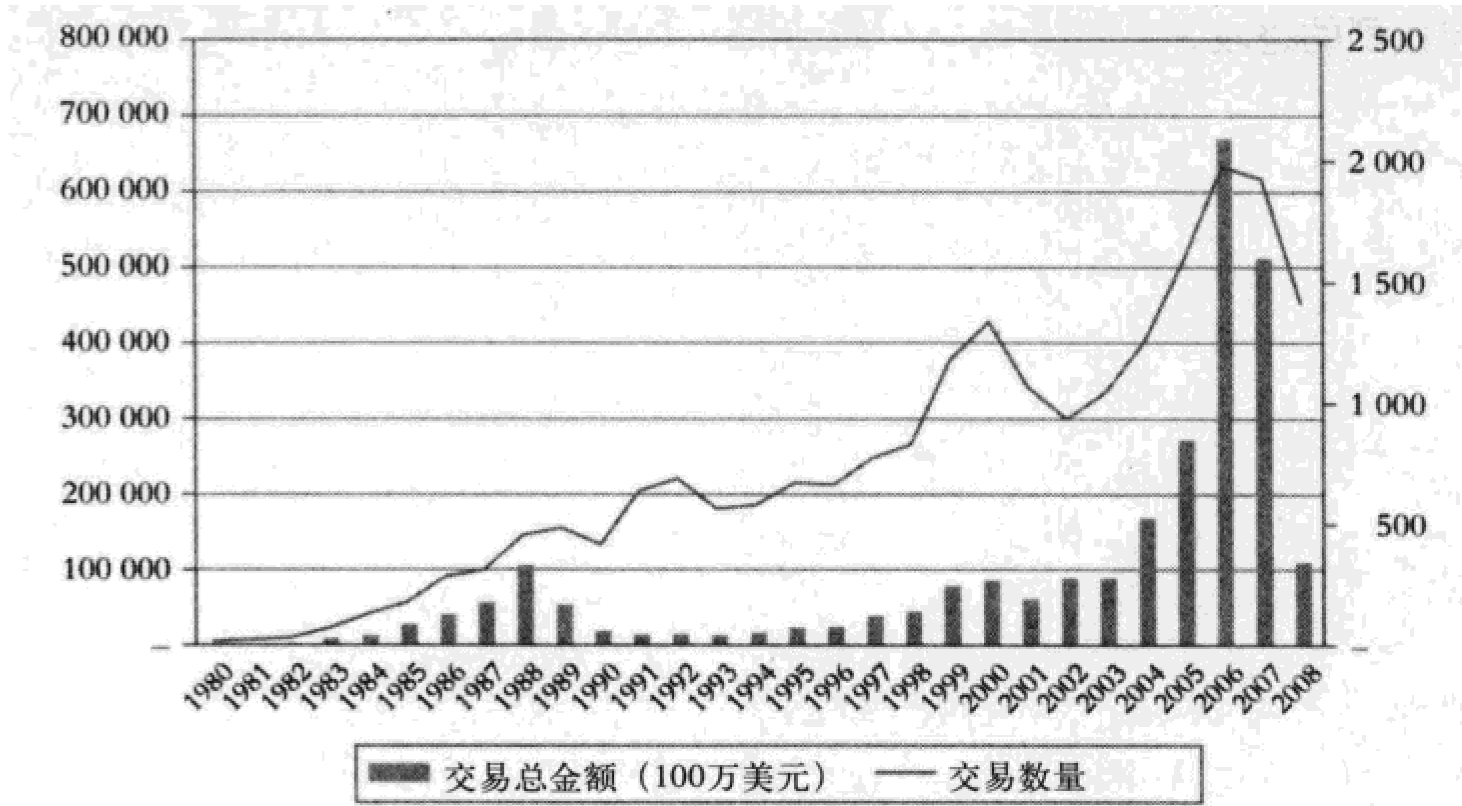


图2-5 全球私募股权公布的并购（价值及数量）（1980～2008年）

资料来源：汤姆森·路透（包括各种杠杆收购在内）

学术界相信，随着越来越多的公司被收购，私募股权的融资行为将会招致股票市场的崩溃。《萨班斯－奥克斯利法案》的过度监管被指是私募股权大爆发的原因。各家公司忙着私有化，以规避这项监管。其他人也提到了金融改革，使得更加稳定的资本流动管理得以实现，并允许公司把股本和股票市场当成最廉价的风险承载机构而加以躲避。那些采信这条假说并预计股票市场终结的人，正忙着精心编织夸大的言论。私募股权需要公开股票市场撤离投资。此外，许多私募股权公司已经向证券交易委员会注册了新公司的债务，实质上受到了和上市公司一样的监管。因此，监管的问题似乎有点小题大做了。但无论如何，争论集中在私募股权的突出业绩上。

面临着批评，私募股权再次起飞。受到交易机制和数十亿美元的收购费的刺激，私募股权公司在2007年的夏天再次成为了资本市场上的统治者。但很多人忘记了20世纪80年代的教训，信贷和私募股权同整个经济形势一样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是有周期性的。胜科的收购以及私募股权对债权融资的极度需求都埋下了私募股权衰落的种子。2007年，私募股权为银行贡献了156亿美元的交易费，银行忍不住跳了出来，越俎代庖地想抢私募股权的买卖。此时，私募股权忘了谁是主，谁是仆。他们在即将到来的金融危机中，向自己的主子——银行，发起猛烈的进攻。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章
Gods at War

住宅贷款控股公司和重大不利变化条款

危机最初的征兆在2007年2月27日突然出现了。当天，道琼斯工业平均指数急挫了546点，以下降3.29%报收。其他几家主要股指也都如此。在股票市场经历了一年不正常的低迷后，这次下跌出现得十分意外。现在还很难说清下跌的原因，有报道推测说是因为担心中国股票市场泡沫会损害美国经济，也可能是因为当天前任美联储主席格林斯潘的讲话。但不论什么原因，最开始这似乎只是一场短期下跌。市场将会迅速反弹，投资者也将继续他们的轻松投资之路。

这次下跌后来证明是一个被误解了的信号。大混乱即将到来。很快，住房市场的崩溃以及相伴而来的次级抵押贷款危机将引发一系列的灾难性事件，这其中包括股票市场的急剧下挫、信贷和金融危机、近乎崩溃的市场以及经济的急剧下滑。这些将打击资本市场并暴露收购交易中普遍存在的缺陷和问题。在危机的后半段，交易将被大大拖延，漏洞暴露明显。买方竭尽全力地逃避之前合同中的承诺，而目标公司则努力要买家信守诺言。但在开始阶段，争议主要集中在并购协议中达成的一项条款上——重大不利变化条款，本来是为防止这种情况发生而制定的。但金融危机最初的影响就是产生了一系列的重大不利变化诉讼和争议，这将极大地影响2008年命运多舛的并购交易进程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重大不利变化条款是并购协议中的一项标准条款。从协议签字到交易最终完成之间，当出现意料之外的恶性事件时，买家通过重大不利变化条款能够终止收购。因此，当买家想逃避交易的时候，第一个想到的选择就是重大不利变化条款。在金融危机开始后的2007年8月，此类要求开始出现，预示着并购业，尤其是私募股权收购业一场长期的争端的开始。

重大不利变化条款的准确含义和应用范围并不确定，此前公众对这些条款的重要性也不了解。次级贷款的崩溃和2月份市场的垂直下落造成的震荡才开始显示出这些条款的重要性和自身存在的缺陷。人们开始重新审视这些条款以及其局限性。私募股权龙星公司对住宅贷款控股公司的收购充分说明了在这些现代艰难的交易进程中，有关重大不利变化条款的各种关系。本章将讨论住宅贷款控股公司的官司以及其背后的重大不利变化条款争端。这些已经了结了的案子具有重要意义，因为住宅贷款控股公司的案子，为我们揭示了私募股权公司利用重大不利变化条款，到底有多大的回旋余地来逃避交易。这也决定了下一次风潮中，私募股权失败的进程和波及范围。当然，那些要在第4章中讨论了。

住宅贷款控股公司的倒闭

金融系统的问题最早在2007年的第二季度出现。早在4月初，业内领先的次级贷款出借公司新世纪金融公司申请破产保护。多年来不断加剧的业内竞争，再加上销售业绩欠佳，使得住宅贷款的出借方都调低了贷款信用度的标准。抵押贷款发放商不得不接受利润降低的事实，相应地把贷款业务客户范围扩展到了更加危险的借款人。这种做法本身就有很大的缺陷，因为从长期来看，债务人负担不起债务。但不断上涨的房价掩盖了这个缺陷，也使得借款人不至于出现拖欠。相反，这些债务人可以通过对抵押物的再融资或者出售手中的房屋来还清贷款。但逐渐减速的房地产市场开始让这场庞氏骗局⊖无所遁形。

⊖ 所谓庞氏骗局，就是一种投资欺诈的形式，它以不正常的高额回报来骗取投资者加入。投资者的回报并非来自真实的商业业务，而是来自新加入投资者投入的资金。庞氏骗局中的回报率一定是很高的，这样才能引诱新投资者加入。一旦新加入的投资者减少或停止，庞氏骗局就会崩溃。庞氏骗局得名于查尔斯·庞兹（Charles Ponzi），他1903年从意大利移民到美国后，一直从事此类的投资欺诈。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新世纪公司是第一个受害者，但市场才开始觉察到这个问题，发现像住宅贷款控股公司这样的贷款发放机构越来越难以出售贷款。尤其难以向投资银行和政府资助的房利美和房地美推销这些贷款。已经购买的贷款被重新组合、证券化，然后作为住房抵押贷款证券出售。此举使得贷款发放机构能从账面上移除掉这些债务，锁定利润，并获得扩展新债务的能力。这也使得按揭贷款发放方能够出售手中有风险、不稳定的抵押，把违约的风险出售给第三方。

随着市场的持续恶化，按揭贷款购买者变得挑剔，出价更低，甚至撤出了市场，这进一步减少了住宅贷款控股公司等发放方的利润空间。另外，随着越来越多的借款人违约，市场上不良贷款的供给增加，这进一步降低了贷款的价格，引发了更多的违约行为和贷款价格的继续下降。这股向下的漩涡持续并继续扩大。因此，贷款发放机构陷入贬值的抵押中不能自拔，只能对其证券化，结果收到借款人追缴保证金的通知。住宅贷款控股公司作为按揭贷款发放行业的领军企业，也不能幸免，从2007年早期开始，就受到了无数追加保证金通知的困扰。整个抵押经纪人行业开始感到房地产泡沫紧缩的巨大压力。这正是对多年来宽松的贷款标准、忽视市场风险和失败的做法的清算。

住宅贷款控股公司是一家次级抵押贷款业的领航公司，创立于1990年。当时仍由公司创始人之一的詹姆斯·康奈斯做总裁兼首席执行官。2007年2月，有分析家说："住宅贷款控股公司是业界最好的担保公司以及最有效率的贷款发放机构，具有优于竞争对手的更具吸引力的公司结构、稳健的财务和充足的流动性。"这种说法后来证明是短命的。2007年3月，住宅贷款控股公司就暴露了流动性问题并宣布它在"进行战略选择"以便募集更多的资金。这样的表述，是在向世人宣告公司董事会和管理层决定出售的典型信号。宣布此条消息的同时，市场上有人估计住宅贷款控股公司正在经历一定程度的资金流动性困难。那位分析家仍然坚持住宅贷款控股公司在业界处于领先位置的观点。但住宅贷款控股公司的实际情况已经很糟糕了。市场上的动荡使得公司接连遭受损失。如果没有外来的资金，住宅贷款控股公司将不得不申请破产。

住宅贷款控股公司的声明开启了并购交易机制。现在已经倒闭的贝尔斯登，当时是住宅贷款控股公司的投资银行，开始试图为其找到买主或者举行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一场拍卖。贝尔斯登一直以来都被住宅贷款控股公司选为专用的投资银行，这是因为贝尔斯登在组织和交易住房抵押贷款证券方面有着深厚的背景。这种便利当时被看做是快速出售的得天独厚的条件，但后来却让贝尔斯登深受其害。

公司拍卖早就形成了一套固定而普遍的模式，无论上市还是没有上市的公司都可以加以利用。首先，雇用一家投资银行和感兴趣的各方联系，这其中主要的是战略收购公司和私募股权公司。如果潜在的买家表达了继续的意愿，将签署一份保密协议，并收到一份有关待售公司的竞标备忘录。未来的买家将受邀签署一份初步意向书，包含他们愿意出价的范围。通过这些意向书，卖家将决定是否继续以及和谁继续交易。买家提出的价格如果在可接受范围，将进入下一轮。然后他们将进行尽职调查。尽职调查是个术语，表示对收购公司进行调查。在此期间，有时候要再进行一轮竞标。剩下来的买家将提交最终标书，同时提交一份协议，标明为达成交易最终能接受哪些条款。然后进行最终谈判，产生能被出售方董事会接受的成交价，通过这样的方式，找到了买家，接着就可以宣布交易结果了。

住宅贷款控股公司的拍卖很大程度上遵循了这套程序。2007年3月24日～4月9日之间，20家感兴趣的潜在买家与住宅贷款控股公司签订了保密协议，被允许接触到公司的相关信息。另一方面，成立于1995年、由约翰·葛雷根领导的私募股权公司龙星基金专门从事不良资产收购。在2006年，龙星基金开始着手收购或投资于次级贷款发放业务公司。龙星基金的业务范围无所不包，既有在日本的高尔夫球场，也包括韩国商业银行，还包括总部坐落于美国南卡罗来纳州的连锁超市Bi-Lo。尤其使其名声大噪的是，龙星基金的韩国分部曾遭到韩国政府的起诉。罪名是非法操纵韩国交易银行的股票价格，以便低价收购。龙星基金对此予以强烈反击，声称这是出于龙星基金的外国公司身份而进行的政治迫害。

龙星基金参与了对住宅贷款控股公司的竞标，并于2007年1月1日与另外四家对手一起进入了第二轮，双方就价格展开了谈判。其后的6月2日，住宅贷款控股公司的特别委员会传来消息说，如果龙星公司不愿意提高竞标价格，他们将和另一家公司进入下一步谈判。龙星最终将价格提高到每股15.10美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样交易总价值大约4亿美元。最终龙星胜出。激烈的竞标表明当时很多消息灵通的买家仍然认为住宅贷款控股公司以及整个行业的困难是暂时的，资金困难将转瞬即逝。当然，他们全都错了。

双方对以后要发生的事情还毫无察觉，现在要结束交易。龙星于2007年1月19日开始发出要约收购。从7月到8月，龙星公司多次推迟了要约收购的最终截止日期。这种延期行为对于龙星公司和住宅贷款控股公司来说，都是深思熟虑的选择，也是必要的。因为这笔交易要得到贷款监管机构的批准。要约收购中规定，需得到占住宅贷款控股公司2006年贷款总量95%的各州监管机构的批准。只有满足这些条件，龙星公司才能结束要约收购。

然而，住宅贷款控股公司的状况持续恶化。8月2日，住宅贷款控股公司终于向证券交易委员会提交了早就超期了的年度报告。在报告中，住宅贷款控股公司的独立审计师对公司2006年的状况出具了保留意见审计报告，表示住宅贷款控股公司无法“继续经营”，其“财务和经营状况不稳定”。这是审计师对可能出现的破产发出的信号。

同时，市场也在下滑。6月和7月间，两家由贝尔斯登经营和投资，从事次级贷款证券业的对冲基金——杠杆增强基金和结构信用基金公开倒闭，损失了数十亿计的资本。一家评级机构的高管评论说：“这是一个分水岭，这家行业领先的公司，曾经在抵押证券业享有明智投资商的美名，现在却已经步履蹒跚。人们不禁要问，业内的其他家公司能怎么样呢？”两家基金的倒闭和住房市场的下滑开始渗入共同市场。信贷市场开始冻结。住宅贷款控股公司的出售协议签署仅仅几个月之后，次贷危机已经变得很普遍，住宅贷款控股公司前途黯淡。龙星基金辛苦赢得的胜利只是做了冤大头。

2007年8月10日，住宅贷款控股公司宣布已经得到了监管机构的许可，满足了监管许可条件，为龙星的要约收购清除了障碍。当天晚些时候，龙星通知住宅贷款控股公司说，他们相信住宅贷款控股公司无法满足结束要约收购的条件。但龙星一直对哪些条件没有满足语焉不详。不过外界猜测龙星提出没有被满足的一个条件是：不得出现重大不利变化条款。

8月11日，住宅贷款控股公司对龙星的要求做出了回应，他们在特拉华州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法庭提起诉讼。在特拉华州起诉，是因为并购协议中的法庭选择条款规定的。法庭选择条款选择特拉华州作为所有法律争端的诉讼地点。龙星在8月20日应诉，宣称住宅贷款控股公司确实出现了重大不利变化。

龙星罗列出了一个不利变化情况的清单，以支持其要求。清单指出，住宅贷款控股公司近期公布的年度报告表明，它已经不能继续经营。另外，住宅贷款控股公司的独立审计师出具了保留意见审计报告。管理层推测住宅贷款控股公司第三季度的损失从2007年5月28日的6 400万美元，仅仅两个月后的7月26日达到了2.3亿美元。

在龙星做出回应的第二天，另一家美国按揭贷款发放商第一马格纳斯金融公司提出了破产保护。

重大不利变化条款

要完全理解龙星提出的声明，有必要首先了解一下并购协议中重大不利变化条款的目的和作用。

并购协议的主要内容

并购协议都有标准的结构和格式。并购协议在签署协议到交易交割期间对管理收购的对价[⊖]支付以及规范交易双方私人秩序都是必要的。下面列举了一些并购协议中的典型条款。为方便起见，我按照标准顺序列出：

第一部分（并购方式）列出并购的方式以及性质，如兼并、要约收购、资产出售或其他的交易方式。我们将在第11章中讨论这些并购方式的区别以及相关的对价问题。

第二部分（对价）列出了目标公司能够接受的对价以及对价的支付和计算方法。

⊖ 对价（consideration），是英美法系的一个概念，《牛津法律大辞典》给对价所下的定义是："对另一方的许诺或行为作出的承诺，如给付、提供劳务或放弃权利"，它是合同成立的必要条件。大陆法系中与之对应的概念是约因（cause），但应用范围略宽一些。在中国的合同法中，没有对价和约因的概念，而是强调"双方自愿"，但"不能显失公平"的原则。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分（卖家声明与保证）列出了目标公司的声明和对买家的保证。声明与保证是关于目标公司状况的表述，就目标公司的状况向买家提供保证。

典型的声明与保证是在协议中提出目标公司自最后一个完整财会周期开始，无重大不利变化。

第四部分（买家声明与保证）列出了买家向卖家做出的声明与保证。通常要少于卖家的声明与保证，原因在于卖家更关心买家能否支付对价的能力。如果买家以股权支付对价，则目标公司的股东更加谨慎，因为此时目标公司相当于在买家投资。

第五部分（常规过程契约）列出了在签字到交易交割之间的常规过程中，目标公司强制运营公司的协议。

第六部分（其他协定）包括买卖双方为准备联邦报表以及召开股东大会的义务，使用某种努力以取得监管机构及其他方面批准的义务，以及（如果可行的话）进行必要的融资的义务。这一部分也列出了目标在和第三方竞买人进行对价或受到更高竞标价格时应遵循的一些程序。

第七部分（交割条件）列出了完成交割时，双方哪些条件应该被满足。如果对价失败，允许其中一方拒绝交易。典型的条件包括取得监管批准以及股东同意。更重要的是，除非发生重大不利变化，目标公司的声明与保证必须真实、准确。重大不利变化条款涉及的声明与保证（如无重大不利变化声明），应该在各方面都真实、准确。因此，重大不利变化标准决定着是否买家能完成交割。这也是2007年的重大不利变化争端的主要范畴——买家宣称无重大不利变化的声明不属实，因此交割相关条件无法满足。

第八部分（终止及费用）列出了双方的交易终止权。通常，设定一个完全终止日期，在此日期之后，如果交易仍未完成，其中一方可以根据协议对其终止。此外，终止交易费和反向终止交易费也应包含在内。反向终止交易费通常以专门的卖方总计责任限额的形式执行。

第九部分（其他事宜）包括双方选择的法律和诉讼法院等其他事宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常包括交易具体可行性的条款。最后的这一条，以及它和第八部分责任限额相互影响，正是引起我们将要在第4章中讨论的瑟伯勒斯资本管理公司诉讼的原因。

重大不利变化条款的目的

重大不利变化条款是一种划定买卖双方风险的条款。比如，像住宅贷款控股公司那样的公司，如果同意被收购，通常在合同执行到交割结束之间有一定的时间间隔。在此期间，必须得到监管机构和股东的批准。尤其是，如果交易金额超过了2.607亿美元（根据当年的通货膨胀情况进行调整），必须经历一个强制等待期，才能完成交割。在此期间，政府将展开反托拉斯调查。重大不利变化条款就是要确定双方在此期间，由谁来承担不利变化的风险。

由此看来，重大不利变化条款是协议中一个非常重要的条款。其内容包罗万象，为买家提供了撤离交易的能力，这也是交易的基本条件之一。尤其在没有较大监管事务的交易中，甚至可以说整个协议就是一个大的重大不利变化条款。今天，重大不利变化条款是收购谈判中的重点。

重大不利变化条款在实践中，属于收购协议定义的一个术语。出让方将试图尽力缩小这个定义的范畴，以便尽可能地把交割风险留给买方。相反，买方也尽力把其定义得宽泛，以便在签字后一旦出现不利情况时，为终止交易留有余地。想看看真正的勾心斗角么，读一读住宅贷款控股公司和龙星签订的一页长的重大不利变化条款吧。

住宅贷款控股公司与龙星公司的重大不利变化条款

（A）（重大不利变化的定义）

“重大不利变化”指的是，整体上来讲，涉及住宅贷款控股公司以及它的子公司，并对它们的业务、运营结果或财务状况造成重大的、不利的影响的结果、事件、发展及变化，但假设，下面各种情况中任何一种没有单独或同时出现，则不被视为构成也不被当成判断是否出现了重大不利变化效果：（a）市场价格的下跌或公司普通股交易量的下降（但不包括任何此类事件后面暗藏的结果、事件、发展及变化发展到已经构成重大不利结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果的程度)；(b)(i) 在美国或全球的资本或金融市场发生总体的变化，包括利率和汇率的变化；(ii) 在本协定签署日期时，根据当前公众可得的或之前已经披露的信息，能顺理成章地预计到会发生的应用法律或总体法律、税收、监管或政治情况发生的某种变化；(iii) 总体影响到住宅贷款控股公司以及它的子公司所在行业的变化；假设在 (i) (ii) (iii) 条款中，与其他和住宅贷款控股公司以及它的子公司运营相同行业的公司相比较，此类变化并没有不成比例地影响住宅贷款控股公司以及它的子公司；(c) 公认会计原则[⊖]的改变；(d) 本协议的谈判、执行、宣布以及悬而不决，或据此出现的拟定中的交易或本协议拟定的交易完成，包括由此造成的与客户、供货商、供应商、贷款方、按揭经纪人、投资人、投资合伙人及雇员的关系、合同等方面的冲击；(e) 地震、火山、洪水及其他自然灾害等；(f) 任何住宅贷款控股公司或收购方故意采取的导致重大不利变化情况可能性的行为；(g) 住宅贷款控股公司在买方的要求或明示同意下采取的任何行为；(h) 住宅贷款控股公司以及它的子公司在无法达到自签订本协议之前、同时及之后的任何期间的预期、估计或预算（但任何在此无法达成行为之下的结果、事件、发展及变化另构成重大不利变化的不属于此列）；(i) 签订本协议时或之前已经公开披露的住宅贷款控股公司以及/或它的子公司的经营状况，所造成的在业务、运营结果、财政状况、流动性、股东权益的恶化；(j) 住宅贷款控股公司在《披露时间表》的5.09部分中列出的法律或监管程序（但仅限于本协议签订时已经存在的法律及监管程序所包含的特殊主张及辩解的程度）；(k) 住宅贷款控股公司或其报告的子公司，根据10-K表格未能提交的2006年12月31日的报表，或者未能及时根据10-Q表格，提交的2007年3月31日的报表或其根据10-Q表格未能及时提交的2007年第二、三季度的报表，由以上行为造成的任何行为、声明、审计、仲裁、调停、调查、诉讼或其他法律诉讼（无论是否有诉讼先兆、待定或其他状态），或者有任何处罚、制裁、罚金、强制救济、纠正或任何其他民事或刑事制裁。

⊖ generally accepted accounting principle，缩写为GAAP，为会计界普遍接受并有相当权威支持的，用以指导和规范企业财务会计行为的各项原则的总称。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重大不利变化条款的准确措辞可以追溯到19世纪英国的债券合同。在经过了一个多世纪之后，大量措辞仍保持本来面目。但具体合同中的措辞却各有不同，存在着细微差别。举例来说，住宅贷款控股公司将重大不利变化定义为“对公司产生重大不利的有效的事件、发展或变化，影响公司或子公司整体经营和财务状况的结果。”这样的措辞表示，住宅贷款控股公司的重大不利变化是指任何时候出现的单个或一组事件，对被出售公司总体产生负面的重大影响。

从历史上来讲，这就是整个条款的内容。但在过去的20年时间里，人们在实践中开始讨论这条定义的例外情况。在转让中，例外事件定义为重大不利变化条款中未包括的不利变化。这些例外事件成为了律师关注的焦点，买卖双方终止交易的风险也都集中于此。

只要愿意，买卖双方可以同意任何的例外情况，但总体来说，双方谈判的例外情况主要集中在买方关注的市场和系统性风险，和卖方关注的成交的风险。原因在于，买方投资进入的是一个行业和一种经济体。无论是哪种投资，卖方都不应该承担其不能控制的总体危险，而买方则受其影响。卖方只应对其可以影响的风险负责。

两个主流学派认为重大不利变化条款总体来讲，通过为卖家明确了具体的风险，能刺激卖家在签署协议到交易交割之间保持合理的投资水平。例外情况有可能只是这种理论的延伸，明确了买家的风险。但大多数的兼并交易都在1～3个月之间完成，因此此类条款似乎没有保证投资的必要。此外，协议中的其他条款会保证公司在此期间正常运转。无论如何，重大不利变化条款确实为买卖双方规定了责任，确保其尽最大努力避免不利事件出现。另一种理论认为，重大不利变化条款存在的原因是因为它们是一种对称措施。一旦交易不再具有经济价值，目标持股人有权投票不批准交易或以其他方式拒绝继续支持交易。重大不利变化条款为买家提供了类似的选择。这后一种说法，当然并不能完全解释重大不利变化条款的例外情况。

无论出于什么样的原因，这些除外条款总是私下协商，因此能涵盖双方提出的各个方面。通常来讲，这些例外包括天气、恐怖主义以及战争等。但重大不利变化不包括的两个最重要的例外情况是，任何对经济和公司所属行业的总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体造成不良影响的事件。这样的例外，为卖家断言并未出现重大不利事件提供了广阔的余地，他们可以说，这样的影响，对其他公司和整个行业都是存在的。特别针对卖家的除外条款，在协议中也有。常见的除外条款包括：卖家不能满足收益计划以及发行方证券的价格变动。在这些情况中，真正导致这些波动的不利事件通常不包含在除外条款中，但仍有可能被其他的除外条款从重大不利变化条款中免除。表3-1是尼克松（Nixon Peabody）法律公司做的一项研究，列举了2007年1月1日～2008年5月31日间的并购协议中，被从重大不利变化条款排除的最多的情况。

表3-1 普通重大不利变化条款

89%	“总体经济或行业变化”
70%	“特殊行业总体环境的变化”
63%	“法律或监管发生变化”
60%	“在美国国内或国外发生恐怖主义行动导致的变化”
60%	“战争行为或重大敌对情况”
45%	“证券市场发生变化”
27%	“法院或政府主体对法律解释发生的变化”
25%	“不可预知的行为引发的变化”
16%	“汇率发生的变化”
12%	“自然灾害”

资料来源：2008尼克松·皮博迪律师事务所所做的关于重大不利变化条款的调查www.nixonpeabody.com/publications_detail3.asp?ID=2474。

因此，从例外条款的情况来讲，住宅贷款控股公司的重大不利变化条款是最强的。住宅贷款控股公司的重大不利变化条款，包括13种例外情况，都不能算做重大不利变化。美国及全球的经济或资本市场或财经市场的总体变化，影响住宅贷款控股公司所从事行业的总体变化，以及住宅贷款控股公司所在行业。住宅贷款控股公司的拍卖极其火爆，所以住宅贷款控股公司的律师们利用了这种供需关系，谈判出了一个他们自以为极为严密的重大不利变化条款。

在这个最初阶段，像很多懊恼的买家一样，龙星公司为了证明确实出现了重大不利变化进行了一场艰苦的攻坚战。它不仅要表明有重大不利变化，还要证明住宅贷款控股公司的下滑是无法预料的，以及同整个经济形势和行业相比，龙星公司遭受的冲击是不成比例、独一无二的。鉴于2007年9月的次级贷款行业的状况，恐怕根据住宅贷款控股公司的重大不利变化条款，破产都不算是稀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罕的事件。

重大不利变化条款的相关法律

龙星的案子，尽管看起来很难，但仍有获胜的可能。按照龙星的理解，事实可能真的构成了重大不利变化，或者至少是可算可不算的情况。这种情况并不少见。在协议中调用重大不利变化条款的买家，通常对它的诉讼效力了解的不够。这主要是因为两个原因。其一，重大不利变化条款通常是一个表示不利事件的定性的术语。重大不利变化条款并不列出数值上的界限，如“导致损失了××美元的事件”等表述。其二，在列举何种情况确实是重大不利变化，何种情况则不是方面，案例极度缺乏。

重大不利变化条款相关案例的缺乏程度，成为交易双方庭外和解压力的指标。多数的重大不利变化争议，在法庭就其是否属于重大不利变化纠纷给出意见之前，就已经庭外和解了。但无论如何，很多交易中的买卖双方，仍然不在并购协议中对重大不利变化的概念做出明确的界定。仅仅用“重大不利影响”来代替，而用具体的金额来限定到底多少达到了“重大”的程度。就此，有很多猜测，但最有可能的原因是交易双方企图利用重大不利变化条款提供激励交易的作用和讨价还价的便利。只要没有对重大不利变化做出具体限定，就存在着不确定性，这就可以用来刺激双方重新协商，因此有保留交易的作用。从交易史上看，正是由于以前的关于重大不利变化条款，含混不清，缺乏清晰而重大的案例，才使得这种激励交易作用不断增强。

当不利事件发生时，不确定性有独特的功效。既然重大不利变化条款所指的不利是一种定性的描述，买家可以因为战略因素，甚至只是出于后悔而宣称出现了重大不利变化。换句话说，像龙星这样的买家，可以在并购谈判之后，决定不再继续完成交易。买家可以利用重大不利变化条款来逃避交易，或为它对目标公司欠下的债务加以限定。此时，买家可以把“重大不利变化”作为一个表面的借口，来为这种情况进行辩解。但在争端中，这种声明的法律效力并不确定。住宅贷款控股公司和龙星的案子就是属于这种情况。尽管龙星的状况，看起来很糟糕，它却毫无疑问，可以调用重大不利变化条款作为讨价还价的手段，来重启谈判或者避开交易。龙星对于重大不利变化条款的法律效力并不在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意。它有足够的证据表明，已经出现了重大不利变化，并由此重新开始讨价还价的程序。

龙星甚至还可以设想以较之前谈判结果更低的价格，继续对住宅贷款控股公司进行收购。双方都被激励着朝着这个更低的价格开展谈判。住宅贷款控股公司并不想冒着诉讼的风险，也不想走出一招臭棋，告诉股东交易失败，股票也得不到分红。另外，龙星公司也不愿意完全按照协议完成交易，付出全款。两股力量结合，促使双方开始和解。

通常，重大不利变化条款使得买家能够利用市场上出现的变化或者影响目标公司的不利事件，来压低收购价格。相反，即使买家利用了重大不利变化条款，卖家也可以利用定性的重大不利变化条款，为它的争辩提供余地，它可以辩解说不利事件并没有构成重大不利变化的要件。无论哪种情况，重大不利变化条款含混的措辞，促使双方能够和解，虽然最后谈成的价格可能会被调低。与此形成对比的是，设定了具体金额的重大不利变化条款中，前面提到的鼓励讨价还价的机制不见了，因为重大不利变化可以用数字的方式来确定。以上的情况解释了为什么重大不利变化条款多以定性而非定量的方式加以界定。

但这也不是说，重大不利变化条款中不存在案例法。也许，在金融危机之前，关于重大不利变化条款最重要的判决来自于2001年特拉华州大法庭的助理大法官里奥·斯特莱恩发出的长达63页的判决意见。这份意见是在禽肉制造商泰森食品公司协议收购美国最大的肉类生产商兼第二大的猪肉生产商IBP公司的案子中做出的。泰森食品是在击败了美国第一大猪肉加工商史密斯菲尔德食品有限公司的竞标，又战胜了IBP公司的管理层杠杆收购之后，在2001年1月1日以大约47亿美元赢得了这笔交易的。

但泰森食品的胜利是短命的。其后不久，IBP宣布了第一季度报告，公布的数字大大低于此前泰森食品分析师的估计。泰森食品并不甘心失败，它拒绝这项交易，宣称收入的下滑对于IBP公司来讲是一种重大不利变化。泰森食品将因此免于不能交割的法律责任。IBP向特拉华州大法庭提起诉讼，这也是少有没有在庭外和解而诉诸公堂的重大不利变化案例之一。其原因可能有以下几点：泰森食品的创始人兼实际控股股东唐·泰森决定他们不再收购IBP公司。他命令他的儿子，泰森食品的现任CEO约翰·泰森，找到一条合法的途径撤离。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此重大不利变化就派上了用场。

在判决意见中，斯特莱恩法官和IBP公司站在了一边，他认定这是一起买方反悔行为。按照他的观点，斯特莱恩雄辩地详细解释了重大不利变化条款的作用和意义，可概括如下：

> 买家要回避交易交割的义务，在引用重大不利变化条款时，必须能清楚地表明出现了重大不利变化。并购协议的内容已经进行了详尽的商讨，包含了大量具体的风险。因此，即使在并购协议中列出的重大不利变化情况很宽泛，这项条款应解读为，为保护买家免受以持续重大方式、极大地威胁到目标公司的全面收益潜力而出现的未知事件的损害而制定的。短期的收入损失不足以构成重大不利变化条款；重大不利事件，应该是以一个理性的买家长期的视角来看是“重大”的。

换句话说，重大不利变化条款是一个安全阀，要想达到构成重大不利变化条款要件，必须达到相当高的程度。重大不利变化必须是长期的、重大不利变化，本质上必须具有持续性。因此，IBP单季度的不利只能算是一个小“挫折”，一个短期的速度下滑。仅仅是没有达到收入预期，而没有别的更多问题，这样的失利并不算是重大不利变化。助理大法官斯特莱恩进一步指出，泰森食品不应该被要求因为违反不存在的重大不利变化，而给对方支付金钱补偿。此举进一步提高了应用重大不利变化条款的门槛。相反，泰森食品将被迫完成交易。事实上，在并购协议中，也没有补偿的相关款项。

斯特莱恩法官做出未发现重大不利变化状况的决定并非偶然。他的此番言语很大程度上反映了业界人士认为的重大不利变化条款的法规。即通过设定一个较高的阀值，只有买家买到的不是他之前预料的公司时，才启动对重大不利变化情况的鉴别。如果买家想条件放松，也可以协商。在IBP收购案之后，有人预计以后起草的重大不利变化条款，将用确定具体的数额来保证买家的利益。但这并没有发生。人们对定性的重大不利变化条款的偏好丝毫不减，唯一的变化是卖家开始在重大不利变化条款中谈及具体的例外情况，以便应对可能出现的无法满足收入预期所带来的失败。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

IBP案是按照双方在并购协议中选择的纽约法判决的。四年之后，在孚朗克石油公司（Frontier Oil Corp.）对Holly能源公司的收购中，特拉华州衡平法院将IBP的案例收入特拉华法。主审孚朗克一案的助理大法官诺布尔回顾了审判程序中重大不利变化条款的概念，并表示："重大不利变化事件的概念并不准确，并且随着并购的环境以及买卖双方选择的措辞有所变化。"诺布尔接着将IBP的案子引入了特拉华法。在此过程中，他重申了重大不利变化条款要由试图依赖该条款的一方承担举证责任的原则。在孚朗克一案中，这意味着将产生"巨额"的法律相关费用，而且没有构成重大不利变化，没有造成"灾难性"的"上亿美元"的判决损失的可能。原因其实很简单，在证明没有出现重大不利变化时，巨额的辩护费可以由买家承担，而该案中，买家并没有承担起这种责任，证明本案猜想中的潜在损失确实造成了重大不利变化定义中的不利结果。在衡量重大不利变化时，需要更加具体的标准。

综合前面所说，正如孚朗克所描绘的那样，IBP公司为后悔的买家设置了一个沉重的负担，来证明出现了重大不利变化情况。但也有一些问题仍没有定论：

到底不利事件要到什么程度才算数？斯特莱恩在他的意见中暗示，不利等同于非常糟糕，而孚朗克由于没法证明出现了潜在的灾难性的后果，这样似乎把这个标准又进一步提高了。尽管本案在此处仍有争议，但从业者普遍从IBP案和孚朗克案中得到启发，认为收入下降10%或更严重的情况，就足以构成重大不利变化要件。在此，有些从业者表示，在IBP案中，"重大"的标准应该和美国一般公认会计原则相一致，或者等同于5%的收入下滑。这种观点上的不同再次反映出重大不利变化相关案例的匮乏和其定性标准的本质。

什么时候才能发出强制履行令呢？斯特莱恩在泰森并购案的责任表述中，有关强制履行的做法，震惊了收购行业。这是历史上第一次有法官在重大不利变化案件中提出强制履行。但传统来讲，普通法中的强制履行是在金钱损失不足的情况下受损失方得到的一种补救措施。当一桩案件涉及现金时，除非双方事先就这种补偿达成一致，否则通常不会出现强制履行的情况。斯特莱恩的判决基础，来自于泰森未能证明这一问题，而确定强制执行金钱补偿也很复杂。另外，有关IBP一案，在出现的重大不利变化或在涉及广义现金的并购协议中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何时进行强制履行也没有明确定论。而且，IBP一案也为买家声称出现了重大不利变化产生了刺激作用。买家声明出现重大不利变化的最糟糕的结果，也不过是按照之前达成的协议完成收购而已。

关于重大不利变化条款，仍然要注意例外情况的作用和效果。在住宅贷款控股公司纠纷案之前，还没有哪家法庭解释过重大不利变化案中的例外情况。这并不奇怪。重大不利变化例外情况条款的发展是近来的事情，即便是泰森交易案中的重大不利变化条款也没有包含此类例外情况。但在过去的十年中，例外情况层出不穷，成为了普遍情况。有研究表明，截至2005年，平均每个重大不利变化条款，包含6.5个例外情况。与20世纪90年代初的情况相比，这是一个巨大的变化，当时平均20%的此类案件有例外情况。例外情况种类繁多，一项对2007年重大不利变化条款的调查显示，尼克松公司总共列举了32种例外情况。

例外情况的惊人增长以及背后的原因仍然是个谜。例外情况对卖方有利，但在某些方面，和重大不利变化条款的解释相一致。买方考虑的是整体的风险，而重大不利变化条款只找出影响卖家的比较重大的不利事件。关于行业和经济变化的例外条款，也在很大程度上和通常理解下的重大不利变化的定义相重合。

但律师们却可以通过议定好的例外情况向客户显示它的价值。通过议定的例外情况的多少，律师向客户显示他们工作做得有多好。数字反映了双方讨价还价的力量。例外情况不仅限制了卖方的退出，也反映了买方出价的诚意，其结果就是例外情况条款流行起来。每年都有新的例外情况条款出台，重大不利变化条款的标准文本也由10行向20行进军。但例外情况条款的适用范围和解读仍要由法律部门完成。

当龙星公司做出了重大不利变化声明时，已有了IBP和孚朗克案的前车之鉴，但对以上悬而未决的问题却没能给出答案。本案中双方争论的焦点正是围绕着这些不确定的问题展开的。住宅贷款控股公司的辩护避开了是否出现重大不利变化这个问题。实际上出现的程度极大。如果没有这桩并购，住宅贷款控股公司几乎陷于破产的境地。住宅贷款控股公司辩解说，13个例外条款中的某条已经生效，或者从相反的角度说，龙星公司现在宣布出现重大不利变化的条

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款，在当时就已经被众人所知晓了。

这为龙星和住宅贷款控股公司留下了一系列有法律争议的问题。比如说，在这项标准的重大不利变化例外条款下，住宅贷款控股公司的境况真的比同行业的其他公司更糟糕么？自从2007年的早些时候，数量众多的抵押贷款经理人和发放机构就已经申请破产了。在这种环境下，几乎不可能给“重大不利变化”下定义。到底怎么才算重大不利变化呢？是说比其他任何公司都多损失1美元，还是公司本身要构成重大不利变化事件呢？立法方面，对此还没有相关法律。

2007年秋的重大不利变化条款之战

住宅贷款控股公司的有关重大不利变化条款争端是2007年秋天出现的数量众多的此类争端中的第一批。其后的重大不利变化争议，多遵循了住宅贷款控股公司一案的模式。买卖双方把精力大量集中于重大不利变化条款的例外条款，以及这些例外条款是如何被包含在重大不利变化条款中的。

就在住宅贷款控股公司遭遇厄运的同时，次级贷款的一家领军企业，瑞迪安集团公司也正在遭受着类似的重大不利变化诉讼。瑞迪安之前同意了与竞争对手抵押贷款保证保险公司合并，当时宣布的合并金额高达49亿美元。2007年8月7日，抵押贷款保证保险公司公开透露说，它确信瑞迪安方面出现了重大不利变化。抵押贷款保证保险公司宣称，它与瑞迪安的合资子公司，经营次级贷款业务的次级抵押贷款合资公司损失了10亿美元，因此构成了重大不利变化事件。抵押贷款保证保险公司和瑞迪安的争议焦点与住宅贷款控股公司的例子很相似，即双方的并购协议的重大不利变化条款的行业例外条款中，对不成比例不利事件的概念如何定义的。

2007年8月21日，抵押贷款保证保险公司向密尔沃基的联邦地区法庭起诉了瑞迪安，要求获取瑞迪安的相关信息，以便确认是否真的出现了重大不利变化。这种手法在2007年的重大不利变化条款之战中并不少见。买方宣称可能已经出现重大不利变化，但无法真的确定，而是通过起诉，迫使目标公司为这一判断提供更多信息。这种做法使得买方能够拖延时间，一方面保留完成交易的权利，另一方面解决问题。抵押贷款保证保险公司在密尔沃基的案子同样凸显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出此类争议中选择法庭的重要性。抵押贷款保证保险公司和瑞迪安的并购协议规定双方同意任何争议要在纽约的法庭解决。但这并不是一项强制性规定。抵押贷款保证保险公司因此能够在密尔沃基法庭起诉，而密尔沃基州正是它的总部所在地，为它的后续诉讼提供了主场的优势。

两周以后，即9月5日，双方突然共同宣布终止交易。在逐渐暴露的金融危机背景下，这是第一次重大不利变化的争端。这次分手干净利落，没有任何一方向对方支付金钱。这多少有点让人惊奇。从已公开的事实来看，瑞迪安似乎有证据表明没有出现重大不利变化。受到影响的次级抵押贷款合资公司由双方共同拥有，而它们签订的协议里有关重大不利变化的例外条款中，有关于瑞迪安的问题由双方共同承担的内容。无论如何，瑞迪安选择了放弃诉求。很可能瑞迪安对这桩案子的情况比任何人都了解。瑞迪安的股东将接收合并后公司的股东，而瑞迪安可能觉得抵押贷款保证保险公司并不是一个特别好的投资。这桩案子的解决，再次提醒人们有多么的缺乏重大不利变化的案例法。交易双方典型的做法是终止交易，或者重新协商价格，而非对簿公堂。这类案件的另一个特点是，无论是瑞迪安还是抵押贷款保证保险公司，都没有透露任何关于双方业绩或和解原因的信息。

这一时期重大不利变化争议中最大的一起来自2007年10月，由J. C. 弗劳尔斯领导的财团对学生贷款市场协会金额高达253亿美元的管理层收购。在这起争议中，弗劳尔斯集团和它的合伙公司美国银行、摩根大通一道，宣称国会新出台的学生教育法案、大学费用削减法案以及2007年的《入学法案》导致学生贷款市场协会出现了重大不利变化。学生贷款市场协会则反诉说，这种立法问题不属于重大不利变化，因为在双方签订的协议中，重大不利变化特别条款排除了：

> 应用法律的变化。关于此定义“应用法律的变化”不应包括专门针对教育金融行业的任何应用法律的变化以及在公司10-K条款的“近期变化”标题下描述的法律和预算，并对学生贷款市场协会更为不利的变化。

这种双重否定的条款将应用法律的变化从重大不利变化条款中排除出去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国会的议案肯定也属于其中涵盖的内容。然而，将任何立法所带来的、比学生贷款市场协会年度报告公布的更为糟糕的变化列入重大不利变化条款，却符合美国证券交易委员会10-K条款的规定。双方似乎都同意，国会法案给学生贷款市场协会造成了重大不利变化，将在其长期盈利方面造成重大的下滑。但双方的争议集中在是否这种变化比在证券交易委员会的报表中更为严重这一方面。弗劳尔斯财团称，只要有1美元的不同，就算是“不成比例”，而学生贷款市场协会则认为“不成比例”应该是更加重大而不利的变化。

合同的措词对弗劳尔斯财团更为有利。双方曾为立法方面的变化而争论不休，似乎学生贷款市场协会在10-K条款中披露的内容决定了风险只是属于弗劳尔斯的。但学生贷款市场协会主席阿尔伯特·劳德，把整件事情个人化，全程参与了在特拉华州的听证会，并声称这并不是整个案子。起初，只要弗劳尔斯财团比最初答应付出的价格少一点点，他就拒绝罢手。买家提出重新开启谈判，每股现金价格从大约60美元降低到50美元，担保金从每股现金由7美元改为10美元。劳德拒绝了对方的要求。市场观察家评论劳德是一个不会变通的傻瓜，他对学生贷款市场协会和这笔交易的的判断完全是受到了自我膨胀的驱使。后来劳德本人也同意了这些观察家的观点，而此时弗劳尔斯集团已经撤回了这个提议。截止到2007年12月，劳德已经愿意以任何价格成交，他表示：“最初的目标是达成60美元每股。现在的目标是，只要股东能接受的价格就可以。”

在学生贷款市场协会和住宅贷款控股公司的案例中，我们没有得到法庭关于是否存在重大不利变化事件的答复。在住宅贷款控股公司的案例中，似乎重大不利变化已经不重要了，因为该公司的损失情况，并不比整个行业的其他公司差多少。龙星公司则故意让住宅贷款控股公司陷入了这样的麻烦。相反，学生贷款市场协会似乎受到的打击更大，比同行业的其他家遭受了更加不成比例的损失。这使得他们没能得到重大不利变化条款的例外条款的庇护。而在之前的讨价还价中，他们还特意讨论了这个问题。

此类条款的涵盖范畴和含义的不确定性，在重大不利变化争议中典型地发挥出了威力，有助于朝着解决问题的方向发展。2007年的9月19日，住宅贷款控股公司宣布，它和龙星公司的争端已经解决，并同意以每股11.75美元的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格成交。这一价格和最初的15.10美元的价格比较接近，反映出双方对法律风险的认识。整个抵押贷款行业都体验到了住宅贷款控股公司的问题，同时受到了经济和住房市场下滑的影响。这些事实强烈地反驳了龙星公司关于重大不利变化的索赔言论。

学生贷款市场协会，在经历了管理层的巨变之后，终于同意了由美国银行和摩根大通公司提出的一揽子融资方案。这笔交易最终取消，原因是一家私募股权将学生贷款市场协会的买家的债务抬高到7亿美元的程度。最终的费用很难计算，但可能远远低于7亿美元。该结果再一次反映了交易双方要求的有关特点，而且似乎学生贷款市场协会损失惨重。

住宅贷款控股公司和其他早期的重大不利变化案例为后世树立了一个榜样。在金融危机时期，重大不利变化条款的索赔将面临很高的门槛，并将在很大程度上依赖于重大不利变化条款的例外条款的可行性。此外，即便是一场似是而非的重大不利变化诉讼也能为买家赢得制胜的砝码，迫使和解。正如弗劳尔斯集团在学生贷款市场协会一案中的情况一样，重大不利变化条款的措辞能在和解的范围和数量上造成不同。这会导致金融危机在2008年深入时期出现的更具有创意的规避策略的产生。在整体下滑的形势下，要想验证确实有重大不利变化出现变得愈加困难了。

变化中的重大不利变化条款

这一时期进入法庭审判的两起主要重大不利变化案件凸显了在法庭上证明重大不利变化的困难之大。第一桩案件就是发生在鞋类零售商热内斯科有限公司（Genesco Inc.）和终点线（Finish Line Inc.）之间的诉讼案。这也许是2007年秋天最不幸的一场争端。在金融危机之前的一次拍卖中，终点线公司击败了富乐加公司，收购了热内斯科有限公司。终点线玩的是一场小鱼吃大鱼的游戏。终点线的规模仅为热内斯科的1/3；为了完成交易，终点线总额高达15亿美元的并购费用，几乎全部从其投资银行瑞士联合银行借贷而来。在公布交易之后，市场对其极高的杠杆比例嘲笑不已，终点线公司的股票急剧下滑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年的秋天，热内斯科公司宣布了令人失望的季度报告。终点线的融资银行兼理财顾问瑞银集团立即抛弃了终点线公司。瑞银宣布，两家公司捆绑之后形成的新公司无力还债，因此也就没有必要继续资助这项收购。不幸的是，终点线的律师之前谈判的内容，并不包括融资条件，也不包括对合同内容的强制执行条款。终点线公司被迫完成一笔它无法支付、股东也不支持的并购。此时，它只能走一条路，它向法庭提出，热内斯科出现了重大不利变化。

这桩案子与众不同，其并购协议由田纳西州法律管辖，田纳西州法庭是其所有纠纷的裁决法庭。因此，已经不属于特拉华州法的范畴，而后者有大量经验丰富的法官，法院对商业纠纷驾轻就熟并有此类案件的先例。相反，此案的法官是纳什维尔当地的法官，虽然人很聪明，但这桩案子却是她职业生涯中第一桩重要的全国性商业纠纷案。

这也是田纳西州历史上第一桩重大不利变化案。这点从法庭的裁决中就能看出来。负责该案的法官认定，既然关于总体经济环境的重大不利变化例外条款适用，因此本案不存在重大不利变化。法庭采信了热内斯科专家的证言，认定高昂的天然气、供暖、石油和食物价格，加上住房和抵押问题，以及日益增长的消费者债务负担是造成热内斯科今天境况的原因。她还认为，热内斯科的下滑，跟同行业其他公司相比，不算是不成比例。因此，并没有出现重大不利变化。这项裁决，对双方特殊的情况没能提供任何指导，也没弄清“不成比例”一词的确切含义。因此，本案对未来出现的重大不利变化案件，起不到太多先例作用。如同多数其他重大不利变化案例一样，热内斯科和终点线的纠纷在上诉之前，最终达成了和解。对终点线公司来讲，这实为明智之举。如果不这样，终点线可能要面临破产。瑞银集团，在背叛了它的客户之后，仅向热内斯科公司支付了1.36亿美元，相对于它犯下的错误和背叛，这点损失实在是九牛一毛。

在金融危机期间的第二起重大不利变化案件的裁决发生在2008年的9月份。这场发生在两家化学制品生产商亨斯曼公司和瀚森特种化学品公司之间的诉讼，最终由助理大法官史蒂芬·兰姆裁决。瀚森特种化学公司是私募股权公司阿波罗集团的投资组合公司，在2007年7月击败了荷兰的巴塞尔公司，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢得收购亨斯曼公司的竞标。到了2008年，这桩交易显得极其不寻常，因为双方都在等待监管机构的清算，而瀚森已经有了反悔行为。当这些监管机构的措施逐步迫近的时候，瀚森公司无法继续拖延，只能在特拉华州衡平法院起诉了亨斯曼公司，宣称其不再对完成交易负有责任，因为合并后的双方将陷于破产的境地，而且不管怎么说，亨斯曼公司已经出现了重大不利变化。此时，亨斯曼公司的创始人彼得·亨斯曼宣布上述说法无效，并发表了一个声明：

> 阿波罗公司近期的诉讼行为，代表的是我本人在长达50年的行业经验里见到的最不道德的违背合约的做法。利昂·布莱克和乔希·哈里斯（阿波罗公司的领导）应该感到耻辱。我们的公司将在各个方面顽强地应战阿波罗公司。

兰姆在关于瀚森公司的重大不利变化诉讼的有效性方面同意亨斯曼公司的说法。兰姆在很大程度上借鉴了IBP一案的判决，将“重大不利变化”解释为“重大的、持续的”不利事件，“被认为在将来仍将持续”。在亨斯曼一案中，根据其2007年度的EBITDA⊖仅比前一年下降了3%，其业务并没有出现重大不利变化。此外，其2008年度的EBITDA也仅比2007年下降7%。兰姆发现EBITDA与资本结构有关，因此很容易衡量一家公司的经营结果，用以判断是否出现了重大不利变化。他坚持双方在无特殊协议的情况下，证明重大不利变化事件的举证责任应由买方承担。

另外，兰姆拒绝为了证明重大不利变化而考虑亨斯曼公司的未来业绩，相反，他更看重对公司业绩进行年度之间的对比。他不采信估计的结果，因为双方在协议中宣布预估结果无效。同时，他也暗示即便协议中没有此类言语，他也会这么做，因为在判断重大不利变化时，年度之间的比较是更为可信的依据。

⊖ 全称Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization，即息税折旧摊销前利润，是扣除利息、所得税、折旧、摊销之前的利润。计算公式为EBITDA＝净利润＋所得税＋利息＋折旧＋摊销，或EBITDA＝EBIT＋折旧＋摊销。EBITDA为目前全球各地私人资本公司常用以反映经营业绩，杠杆比率和流动资金的会计数据。EBITDA并不是按公认会计原则所编制。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这项发现关系重大，并将极大程度地减少有关重大不利变化条款的前瞻因素。并且在本案中，这也发挥了重要作用。根据亨斯曼公司管理层的预测，亨斯曼2008年的EBITDA预计将从2007年6月的12.89亿美元下降到审判时的8.63亿美元。这是一个很大的下滑，将有可能使得亨斯曼的案件进入重大不利变化条款的监管范围。

兰姆最终裁定，本案中的例外条款，只有在首先证实出现了重大不利变化时才能付诸应用。瀚森公司声称："在判断是否出现重大不利变化事件时，应用的相关标准应该是把从亨斯曼在签署协议之后，到可以预见的未来期间，该公司的业绩表现与化工行业其他公司的表现做比较。兰姆拒绝了这种说法。瀚森的说法来自于重大不利变化条款中，一条关于整体化工行业的变化的例外条款。但兰姆首先要调查亨斯曼公司是否真的出现了重大不利变化，然后才能应用该条款的例外条款。因此，他发现没有出现重大不利变化，也就不用考察例外条款是否可以应用了。

重大不利变化条款的未来

发生在2007年的围绕重大不利变化条款的大战以及2008年亨斯曼案件的结尾部分，在证明出现重大不利变化之前，遇到了法庭设立的很高的门槛。这也给后来者留下了重大不利变化条款的适用范围的问题。从2007年8月到2008年8月期间，大约有5～10起交易，公开出现了重大不利变化索赔，但只有两起闹到了法庭，其他几起在判决意见下达前就已经平息。在两起审判中，法官都没有发现有重大不利变化出现。其结果是，在未来的争议中，目标公司将更加努力地拒绝此类索赔。此外，重大不利变化条款的例外条款变得越来越重要。但是，对这些例外条款的正确作用和解读仍然存在不确定性，即便在此类争议烟消云散后仍然如此。

重大不利变化条款为买家提供了选项权价值。它为买家在某些不利环境下，提供了放弃收购的能力。相反，目标公司也有权以设定好的或者重新拟定的价格出售给买家，这种价值由交易价格和谈判反映。但在实际操作中，交易定价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常在讨论重大不利变化条款之前进行。重大不利变化条款的细节是在双方达成交易价格后谈妥的，价格及其讨价还价功能推动着交易的进行。这点在例外条款的数量上得到了反映。

2007～2008年间发生的一系列事件，再次肯定了重大不利变化条款的重要作用。重大不利变化条款作为一种事先谈好的讨价还价的利器，能为买卖双方保值。它使得买卖双方在目标出现重大变化的情况下，能够实现保值。在此类例子中，卖方不会输个精光，因为它可以利用重大不利变化条款的机制重新讨价还价，当然，价格可能降低。同样，买家也能利用同样的机制，停止为交易付出全款，而只付出较少的价钱。无论哪种情况，买家在考虑了法律诉讼的风险之后，仍然会以较少的价格继续收购。这也是目标公司在重大不利变化条款重启谈判中遇到的境况。鉴于最近市场上发生的情况，可以把重大不利变化条款看做是在出现不利变化的条件下，确保双方重启谈判，共同承担损失的一种办法。换句话说，是为双方提供的一种保险模式。

由此看出，重大不利变化条款作为协议的附属条款的意义已经没有了。在英格兰和其他司法管辖权中，买卖协议被简化为一个重大不利变化条款。律师发现，在买家被要求完成并购时，他们可以毫无疑问地通过签署长达20页的有关真实性的声明与保证书，来向买家证明自己的价值。这些最终都由于有了重大不利变化条款而变得有效，因此本质上也属于某种形式的重大不利变化条款。此外，尽管例外条款的数量增加了，但在反复的谈判中，这些例外条款的含义和效果仍然不得而知。

只有少部分的例外条款在争议中发挥了作用。其他的例外条款都是无关紧要的官样文章，只是一些固定格式，缺乏实际意义。那这种情况到底是怎么形成的呢？是重新反思重大不利变化条款的用语和适用范围的时候了。然而，不幸的是重大不利变化条款的变化。如果有变化的话，却朝着相反的方向发展，使得重大不利变化条款越来越复杂，而不是越来越简单明了，其原因存在于律师身上。律师们想体现他们的价值，而精简的协议和以前的先例比，显得不协调。因此，我们陷入到了日益膨胀的重大不利变化条款中不能自拔，却没有多少案例能指引我们走出混沌泥沼。因此，住宅贷款控股公司一案的重要性就凸

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显了出来。该案的和解，为在金融危机中其他案子的双方该如何评价重大不利变化条款的有效性提供了指导。

在特拉华州法院认定的为数不多的重大不利变化案件中，法庭似乎要为买家设定一个较高的障碍。特拉华州法院立场坚定地要为寻求重大不利变化的一方设定很高的阀值。从经济方面，买家可以通过商定协议和尽职调查（即并购前对目标的调查）来对其并购目标的特定风险进行补偿。当出现事先不曾预料的风险时，此时损失的风险仅为零和博弈。这种损失是落到目标公司的股东身上还是买家的股东身上呢？通过设定一条硬性规定，特拉华州法庭确保交易中真的想避免这一问题的一方能围绕这个问题起草协议。另外，这样做也确保了重大不利变化条款不会被系统风险所触发，因为此类风险是无法避免的。

通过措辞上的模糊，重大不利变化条款鼓励双方重启谈判并分配损失。但因为特拉华州法院设定的门槛过高，又在出现重大不利变化后的重新谈判中设定了过多的确定条件，这将搅乱重启谈判的进程，破坏重大不利变化条款的保障目的。毕竟，是重大不利变化条款的不确定性，为目标公司和买家提供了诸多的选择，并绑定了双方，在未来能重启谈判。在对IBP、孚朗克石油公司和亨斯曼公司案子的进一步解释中，特拉华州法院将竭力向重大不利变化主张保持敞开的状态，以便为重启谈判留有余地。因此，这些案例的实际影响将随着后面的争议中判决标准的具体化而逐渐体现出来。

律师有可能会简化重大不利变化条款，但法庭才是最终定义重大不利变化条款概念的地方。在亨斯曼一案的影响下，再次有从业者提出重大不利变化条款应该用具体金额进行界定。鉴于重大不利变化条款在重启谈判方面的传统作用，这种主张不大可能获得广泛的接受。因此，尽管律师们真的有可能放弃之前对复杂合同条款的偏好，例外条款可能会缩减或者在语言上有所变化，但能对重大不利变化条款的应用范围进行具体界定的仍然只可能是法庭。但无论如何，在金融危机的背景下，重大不利变化条款还是出现了一个显著的变化：有些重大不利变化条款明显地推翻了特拉华州法庭之前有关重大不利变化应该是长期可持续的主张，在合同中把短期效果也包含在内了。重大不利变化条款是否会因为继续受到金融危机的刺激而在起草中涵盖更多的变化，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们将拭目以待。

不论将来的重大不利变化条款发生怎样的变化，但到2007年秋天为止，重大不利变化条款争议的主要参数已经被设定了下来，人们也确信要证明出现重大不利变化的难度。这些事件，将对下一波的交易失败——私募股权的崩溃——起到引导的作用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章
Gods at War

联合租赁公司、瑟伯勒斯资本管理公司以及私募股权基金的破裂

住宅贷款控股公司、瑞迪安集团公司以及学生贷款市场协会的不幸遭遇是收购市场大崩盘的最初迹象。随着信贷危机的持续，他们只是众多搁浅的并需要重新谈判的收购交易中的三个。尽管在当时，就住宅贷款控股公司和瑞迪安集团公司而言，这些辩论似乎是唯一的出路，是公司经营的本质职能；或是就学生贷款市场协会而言，为了“重大不利变化”条款的措辞而具体的讨价还价。但是随着8月份萧条的继续，股市波动性增加，信贷市场变得越来越缺乏流动性并且次级抵押贷款危机开始蔓延到市场和整体经济领域。这些事件将公众的注意力转移到其他行业悬而未决的收购交易的可行性上来。大部分的待定收购都是由当时的主导力量——私募股权基金发起的。截止到2008年8月1日，超过2 500亿美元的待定私募股权交易正等待着融资和完成。

为数众多的公共评论家和新闻媒体开始报告私募股权并购协议所固有的可选择性，以及在第2章讨论过的反向终止结构。其中许多报告质疑私募股权公司完成这些并购的意愿。第一条显著的新闻消息公布在2007年8月21日的《纽约时报》上，题目为“私募股权公司能摆脱收购吗？”这篇文章由安德鲁·罗斯执笔，强调了反向终止费结构，详细述说了当下融资的不确切性，揭露了私募股权买家终止交易的意图，并讨论了私募股权公司有能力这样做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的声誉限制。

可以肯定，2007年从8月份开始到11月中旬，虽然在这个夏天的信贷危机爆发之前已经达成一致，但是私募股权公司确实打算终止并购这三个带有反向终止费的待定交易。这三个交易包括收购学生贷款市场协会以及其他两个公司，一个是以30亿美元收购营销服务供应商安客诚（Acxion corportation）㊀，另一个是以80亿美元收购富有传奇色彩的音响公司哈曼国际集团有限公司，该公司至今仍由89岁高龄的创始人西德尼·哈曼掌舵。在各种情况下，私募股权买家在交易协定谈判中都没有援引反向终止费的条款。相反，他们声称“重大不利变化”条款真正意义上也好、表面意义上也好，都是想终止他们的义务。

反向终止费的存在，将努力改变有关“重大不利变化”条款争议的传统技巧。哈曼和安客诚的例子都说明了这一点。所有这些交易，“重大不利变化”条款的主张从未给出明确的理由，至少没有公开地给出。对每个买家来说，他们显然认为该交易不再具有经济意义或是无法融资。因此，他们在协议中行使“重大不利变化”条款至少因为下面三个原因。首先，市场以及整体经济的恶化为这一论断提供了着色依据。就哈曼和安客诚的案例而言，也是具体问题具体分析，因为各个公司都已经恶化到与其地位不相称的地步。其次，“重大不利变化”条款宣称提供声誉掩护（reputational cover）。“重大不利变化”条款声称历史上买方有正当理由终止合同，而不是没有按合同履行义务。援引“重大不利变化”条款，一般来说，买方被认为是可以接受的。最后，“重大不利变化”条款为主权财富基金提供了谈判优势。根据合同的各项规定，如果私募股权公司成功应用“重大不利变化”条款，它不需要向目标公司付款就可终止合同。

并且，如果“重大不利变化”条款的索赔没有成功，私募股权公司的最大责任赔款的上限是反向终止费；如果“重大不利变化”条款索赔成功了，那么它们的责任赔偿则为零。当事人之间的任何谈判都是从确定反向终止费的最高值开始，然后继续。这最后的动态会影响私募股权买家重新谈判的积极性。正如前一章所述，在传统的“重大不利变化”条款辩论中，并购合同的款项给买

㊀ 安客诚（Acxion corportation）是全球领先的数据库营销服务商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方的重新谈判施加压力，因为买家担心失去这次辩论以及付给目标公司全价。这对于带有反向终止费的私募股权合同来说，就不成问题了。反向终止费让买方的最高赔偿额大幅下降，大约是成交价的3%。因此，谈判主要是围绕着买方该付多少反向终止费，而不是就合同重新谈判。目前这种解决方案的动机很普遍，因此战略性交易明显降低。

哈曼和安客诚的交易失败证明了这一点。通过双方之间的协议，这两份合同最终被终止交易。私募股权基金公司为终止合同而支付给目标公司的数额反映了合同中这些“重大不利变化”条款索赔的合法性和反向终止费规定的有效性。在任何诉讼中，这一数额都决定着双方的胜算。这是个很好的证明，当事人认为“重大不利变化”条款索赔在诉讼中不会成功，只是用来提供终止合同的名誉掩护。

为终止安客诚这桩交易，两个买家，银湖和价值行动资本基金⊖需支付6 500万美元。安客诚的协议规定了两档反向终止费。如果债务融资失败，则可以支付6 675万美元的较低赔偿额；而较高的额度11 125万美元则是买方赔偿责任的最高限额。两个买家支付了175万美元，至于为什么会低于较低赔偿额，原因从未公开。但支付额接近较低费用的事实可能意味着交易中的贷款人不愿为协议提供资金，因此为买方提供了一个最大赔偿额定为6 675万美元的基础。随后经新闻报道确认，支付给安客诚的一半费用来自摩根士丹利和瑞银，这是该交易的三家融资银行中的两家。

与此同时，哈曼终止费的数额被掩饰了。私募股权买家、KKR和高盛资本合伙人，决定购买哈曼价值4亿美元的可转换债券，其收益率为每年1.25%，初步兑换价为每股104美元。这些债券的明确定价为哈曼提供了额外的好处，尽管这些好处是很难计算的，但真正的支付额似乎接近反向终止费。

在联邦制15号文件中，亚历山大·汉密尔顿指出，当许多人都行为不端时，声誉是制约行为的“不活跃的影响力”。汉密尔顿的观点适用于2007年秋天的那场私募股权终止并购的风潮。最初，没有一家私募股权公司愿意利用反向终止费条款来玷污自己的名声并且损坏其在收购市场上的竞争地位。相反，在安

⊖ ValueAct Capital LLC为美国的一个对冲基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客诚和哈曼的交易中，这些公司坚持“重大不利变化”条款索赔是想公开证明终止交易的合法性以及避免被打上无视合同和不值得信任的未来买家的烙印。然而随着秋天向前推移，由于信贷市场仍然缺乏流动资金，加上私募股权终止交易的数量增多，私募股权基金公司完成收购的声誉影响力变得越来越淡。初秋，像住宅贷款控股公司这样的“重大不利变化”条款案件也说明，买方不得不跃过很高的障碍来设定一个甚至有些虚伪的索赔。这些影响力将合并起来形成下一轮私募股权并购搁浅的浪潮。

瑟伯勒斯-联合租赁公司的纠纷

2007年11月14日，对冲基金和私募股权公司瑟伯勒斯资本管理公司控制的一只私募股权基金，突然打算终止其同经营建筑设备租赁业务的联合租赁公司的50亿美元的并购合同。瑟伯勒斯没有搬出“重大不利变化”条款来证明其行为的合法性。实际上，它特意指出没有任何“重大不利变化”发生，并向联合租赁公司证实是其终止了合同。更确切地说，作为协议当事方的瑟伯勒斯的子公司只是援引了并购合同中的反向终止条款。瑟伯勒斯认为这一条款允许它在1亿美元反向终止费的基础上以任何理由终止其义务。

瑟伯勒斯认为任何声誉影响都可以靠降低交易的经济回报率来克服。在名誉损失评估中，瑟伯勒斯毫无疑问受到先前私募股权同安客诚、哈曼、学生贷款市场协会交易失败以及它们制造出的气氛的影响，这为无视合同降低了声誉影响。瑟伯勒斯本身也是在污点环绕下运营的，因为就在前不久，它突然终止了收购联合电脑服务公司的初步谈判。这点以及其对冲基金的身份，可能让他更轻易地就一脚踢开了联合租赁公司。

联合租赁公司在特拉华州衡平法院起诉瑟伯勒斯的空壳公司，指责它们企图终止协议。联合租赁公司认为收购合同允许其强制空壳公司具体地履行义务。换言之，双方争论的中心就在于它们已经商榷过了的反向终止费结构，单纯的反向终止费或强制履行结构。联合租赁公司认为这份合同提供了空壳公司融资承诺的强制履行（即联合租赁公司能够强制空壳公司依据合同承诺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取行动）。只有在融资未果的情况下，这些实体才能终止协议。瑟伯勒斯的空壳公司认为合同中同样的语言是禁止强制履行的，而且它们唯一的责任就是赔偿1亿美元。

这是截然相反的论点。根据瑟伯勒斯的观点，它可以在任何时候以任何理由抽身而出，只要支付1亿美元的赔偿金。联合租赁公司认为同样的并购合同，赋予其权利强制瑟伯勒斯完成并购。问题就是，双方都没有错。合同语言是模糊的，理论上可以支持任何一方的解释。这是很不寻常的。这份54亿美元的交易合同是由两家顶级的法律公司——辛普森-撒切尔-巴特莱特和劳文斯坦·桑德勒律师事务所商讨的，但是你无法明确地指定各方终止合同的权利。如果你阅读合同中的遣词造句，似乎联合租赁的理由更占上风，但无论如何也算不上清晰明确。不像安客诚、哈曼和学生贷款市场协会，瑟伯勒斯极有可能不仅仅是支付反向终止费这么简单。实际上，它们有可能被要求完成合同。

后来盛传，没有达成和解的原因在于瑟伯勒斯首席执行官史蒂文·费恩伯格坚持要大幅降低购买价而联合租赁却拒绝同意这一要求。12月17～19日，审判在特拉华州衡平法院举行。当臭名昭著的费恩伯格作证时，《华尔街日报》的博客“交易日报”在“金钱子弹”的标题下刊登他的一部分证词时评论道：“费恩伯格不再是无耻的富豪。”

律师处境相当糟糕。双方律师在谈判时都忙于合同的简略起草，因而在最重要的问题上拟定了一项有歧义的条款：瑟伯勒斯什么时候可以终止合同？似乎两家法律公司都犯错了。尽管我们可能无法得知真正的原因，但是法庭裁决错在于劳文斯坦·桑德勒律师事务所。根据法庭发现，联合租赁在辛普森的首席谈判律师艾瑞克，已经意识到错误却保持缄默，他宁愿留下一份模棱两可的协议，也不愿意留下一份经过充分协商却不利于其客户的协议。他显然是在客户首肯的情况下做出结论，再度提出这个问题只会让他们在此轮谈判中失利。保留歧义也就保留了诉讼地位和在法庭上反对终止合同的能力，以及双方现在的局面。

衡平法院的大法官威廉·钱德勒发现合同语言确实模棱两可。然后，他应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用“forthright negotiator”原则㊀，发现费恩伯格明知该合同是作为单纯的反向终止费交易而商讨的，却没有公开起草错误。在“forthright negotiator”原则下，费恩伯格本应该公开这个错误，合同理应按瑟伯勒斯的意图来理解。钱德勒使用标准的合同解释原则，支持瑟伯勒斯对合同的理解。当联合租赁宣布不会对这一决定提出上诉的时候，瑟伯勒斯立即终止并购协议并付给联合租赁1亿美元。

这场纠纷中有许多经验教训可能再次出现在整个经济危机中。第一，简略和草率的合同起草，其作用就像一颗随时可能引爆的炸弹。第二，收购谈判的紧张气氛和快节奏的时间表似乎助长了错误，可能超出了对错误的容忍度。第三，在这种压力下犯的错误不容易被曝光并可以被律师姑息，但是一经发现，就会被咬住不放。人们怀疑，是否某一方的律师喜欢亮相，愿意在全国新闻媒体面前解析这个有歧义的草案。第四，绝对不能用自己的语言完成复杂的合同。因为总会出现一些疏漏和歧义。就法律纠纷而言，一方想要捏造索赔是相当容易的，反而是诸如声誉的法外因素保持了协议的一致性。私募股权文本尤其如此，交易从一开始就是可选择性的。

从短期来看，对瑟伯勒斯的裁决实际上导致一些怪异的谈判技巧出现，如律师尽量避免和“forthright negotiator”原则发生冲突。为了避免此类事件的发生，一些律师在协议中提出声明。与此同时，谈判变得越来越刻意，加之谈判中律师时不时强辩对条款的自我理解。在任何谈判或未来的纠纷中，其目标就是根据规则得到解释和杠杆作用的优先权。当他们不得不决定是反对还是保持沉默的时候，就将对方律师置于不利之地，希望这不算数。这一反应表现出“forthright negotiator”原则的问题，即在如此复杂的世界里是无法消除歧义的。

从长期来看，瑟伯勒斯的决定对私募股权来说是分水岭的时刻。这次诉讼之后，从合同中抽身而出在私募股权市场是可以被接受的。许多卖家先前考虑

㊀ 此为特拉华州立法庭在解决本案中首次使用的一词，此后也仅在另一宗案件的判决中使用过一次。故国内尚无对这一短语的标准翻译，其含义大概为，当外在的证据不足以导致对合同条款的单一而普遍的理解时，法庭可以采纳合同中一方的对合同的主观理解，只要这种解释被认为是客观而且能被或应该能被另一方所理解的。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，将确保其交易完成的声誉影响力已然消失。从2007年12月到2008年2月，另外三笔私募股权交易也被有效终止：黑石和通用电气对PHH㊀的待定并购，GSO资本合伙人公司对制冰控股公司㊁的待定并购，高盛公司对迈尔斯工业股份有限公司的待定并购。在每个案例中，都没有公开主张“重大不利变化”条款，但是相反，在合同中买家都应用了反向终止费以从合同中退出。每个买家都可以这样做，既然它们的协议明确允许这一行为。

因此，到2008年初，私募股权协议中双方的基本理解似乎已经被甩到了一边，实现了反向终止费结构这种固有的选择性。没有重大声誉影响或其他外在规范约束，反向终止费也变得可以行使。就此而言，有人欢喜有人忧，从刚刚被拒的、美国最大的卫生冰块供应商Reddy Ice的广告语中可见一斑：“好时光在袋子里！”

私募股权基金的破裂

2007年秋，私募股权基金并购的溃败风潮，在很大程度上重新界定了单纯反向终止费结构的经济状况和参数。到了2008年，这些交易中的大多数要么被终止，要么根据其条款进一步完善。然而，私募股权违约的公开影响是巨大的。这年秋天，对私募股权基金大量毁约的这种印象严重玷污了其形象和声誉。人们认为私募股权基金已经无法履行其原有的承诺来完成并购。

到了2008年，大量数十亿美元的私募股权合同就这样搁置着。由于监管和融资事宜，这些合同的完成被推迟到2008年冬。当时，许多人推测，这些合同由于其结构缺乏可选性，在某种意义上来说仍然是悬而未决的。其中大多数合同都是按照联合租赁宜称和瑟伯勒斯达成一致的这个交易线路构造的。除非无法融资，否则私募股权公司不能终止合同，并且目标公司可以起诉，强制买家具体履行其义务。在其他合同中，私募股权公司能够以任何理由终止合同，只要支付反向终止费，但是这笔费用数额巨大，终止合同并不是经济实惠的选

㊀ PHH Corporation是新泽西州的抵押贷款和车队管理服务公司。有三大块业务：抵押产品，抵押服务和汽车租赁管理服务。——译者注

㊁ 位于美国德州的制冰控股公司（Reddy Ice Holdings），是全美国规模最大的卫生冰块造商，提供分箱包—b的小包卫生冰块至全美各地销售。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

择。被套牢的私募股权公司只有等待，寄希望于信贷市场和股票市场的充分改善，使它们的合同再度具有可行性。

尽管信贷危机丝毫没有减弱的趋势，但是重点缩小到下面5个交易上，在《纽约时报》我的专栏“交易宝典”中，我曾夸张地将其标记为收购的启示：

- 黑石集团对联合数据系统公司75亿美元的待定收购。
- 托马斯 H. 李兄弟公司和贝恩资本对美国清晰频道通信公司194亿美元的待定收购。
- 瀚森对亨斯曼100亿美元的待定收购。
- 堡垒投资集团联手中桥合伙人集团对潘思国际游戏公司的84亿美元的待定收购。
- 目前为止最大的私募股权交易，“安大略教师养老金计划”所辖的财团对加拿大贝尔电信公司的485亿美元的待定收购。

在市场危机之前，所有这些合同都已达成一致。毫无疑问，私募股权公司当初同意的价格要比这些公司现在的市值高出很多。股市已经开始走下坡路，2008年9、10月份下滑得更加严重。并且，如果完成这些合同，银行融资首当其冲要面对这种下滑趋势，损失高达数十亿美元。鉴于这点，早在2008年年初，就有市场旁观者在思考这个问题，是否要完成这些合同，这样做是否正确？所有这些交易后来都以失败告终，或重新进行协商。这5大合同的失败暴露了私募股权协议和银行融资协调的脆弱，以及法律和合同的失败。它们的溃败也显示出，任何合同在面对买方或贷款人的铁石心肠时都不堪一击。

这些合同中，联合数据系统公司的合同是最早破裂的。联合数据系统公司是全国最主要的信用卡服务供应商之一。2007年5月17日，该公司已经同意接受黑石集团的并购。2008年1月末，美国货币监理署拒绝批准联合数据系统公司接受黑石公司的并购一事被曝光。为证明自己的否决是合情合理的，货币监理署指出联合数据系统公司被收购后融资杠杆将使其没有足够的资金支持其国民银行的子公司。然而，货币监理署最后却表示愿意改变其立场，只要黑石集团自身为联合数据系统公司提供一笔价值4亿美元的银行债务担保以保证有效地完成收购。黑石集团拒绝此提议，表示根据并购协议，它不需要提供这笔保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证金。黑石集团的拒绝毫无疑问是市场和联合数据系统公司信用卡生意不景气的产物。如果黑石集团按先前达成的成交价支付，就算能强制银行兑现其融资协议，它也将在该交易中蒙受巨大的损失。

联合数据系统公司在特拉华州衡平法院起诉黑石集团，要求强制其提供保证金。联合数据系统公司已经探讨了该并购合同，根据协议，联合数据系统公司可以通过起诉强制黑石集团的空壳公司具体履行义务。这种论证包括子公司同意使用“合理的最大努力”来获得交易所需的任何监管许可，包括货币监理署的审查在内。联合数据系统公司在法庭上辩护称，空壳公司使用合理的最大努力的前提是起诉黑石集团本身，强制其解决货币监理署所要求的保证金问题。

黑石反驳到，联合数据系统公司只是和资本薄弱的空壳公司签署了并购协议，而在达成协议的时候，联合数据系统公司已经充分地意识到这一点。根据股权承诺书，黑石集团唯一需要履行的义务就是支付反向终止费。因此，空壳公司不能强迫黑石集团承担货币监理署所要求的保证金，既然这些公司都不能提供货币监理署所需的担保金，那么交易也就无法完成了。当时黑石集团的一名代表匿名发言道：“这不是自杀协议，这是合并协议。”

黑石集团的反应突显了私募股权结构的实际履行形式的根本性局限。私募股权基金的空壳公司是有限责任公司实体，其真正的资产是其融资承诺和协议收购目标。如果监管机构或其他事情要求空壳公司采取超出其资产能力范围的行动时，强制履行则变得毫无意义，因为根本没有可用资产。因此，协议也变得无法实施，除非私募股权基金主动同意支持任何形式的调整。

联合数据系统公司试图利用并购合同中备受关注的“合理的最大努力”条款来避免这种进退维谷的境遇，这是双方在谈判时都意识到的一个事实。这则适用于所有并购协议的条款，强制黑石的空壳公司使用合理的最大努力来完成交易。这则条款要求空壳公司起诉自己的母公司黑石集团，为满足规章制度所需的额外资金或合同要求。然而，根据特拉华州法律，合理的最大努力的意义必须在法庭上被切实解决，因此是不确定的。

被指派审理联合数据系统公司起诉的副首席大法官斯特莱恩，在一次听证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会上对联合数据系统公司的论点公开表示质疑。他特别提到，在这种结构中，根据合同，黑石集团不用提供货币监理署所要求的保证金。黑石集团的子公司对母公司的任何诉讼理由都可能是微乎其微的。在斯特莱恩发表完意见以及对黑石集团的论证表现出明显偏向后，联合数据系统公司撤诉。当时，联合数据系统公司引用黑石集团的公开陈词，即撤诉的原因是，黑石集团仍然同意完成交易。

联合数据系统公司引用这些陈述，可能只是为撤销这个似乎缺乏法律根据的诉讼找个借口以挽回些颜面。当时，大多数人都认为黑石集团将继续公开卖乖而私下里却岿然不动，直到合同终止期。的确，此事之后，任何一方都可以终止协议。结果也在意料之中，2008年4月18日协议被终止。联合数据系统公司再次起诉，要求索赔1 700万美元的反向终止费，但在副首席大法官斯特莱恩先前陈诉的理由面前铩羽而归。

联合数据系统公司的失败显示了私募股权结构的局限性。在传统私募股权协议下，目标公司不能强制实际基金采取任何行动来协助收购。如果需要私募股权公司的协助来完成交易而它们又确实不愿意提供的话，那么并购宣告失败。这为私募股权公司提供了一个很大的出口，尤其是对那些需要延长审查或特殊监管许可的并购来说。

随着联合数据系统公司的失败，市场的注意力又转移到其他收购上，托马斯.H.李兄弟公司和贝恩资本对美国清晰频道通信公司194亿美元的收购。清晰频道通信公司的收购之旅是充满艰险的。从2006年11月16日起该交易就被搁置，在此期间，私募股权买家抢在股东反对收购之前同意提高收购价。2008年2月初，交易最终接受了全部监管审查，到3月底这段时间，完成交易所需的债务上市开始预期运营。鉴于债务和股权市场的现状，人们担心私募股权公司面对如此高昂的价格会裹足不前，或者交易的贷款人拒绝为交易融资。银行有充分的理由驻足观望。后来的形势显示，如果执行该交易，融资银行将坐地损失超过26亿美元。

该交易的麻烦最初来自一宗涉及清晰频道通信公司向普罗维登斯出售电视台业务的争端。作为收购的一部分，清晰频道通信公司1 200多家广播电台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的东家和运营商，为了应对反垄断监管机构，已经同意以12亿美元的价格向私募股权公司普罗维登斯出售56家电视台。电视台的出售是主要销售的必要前提。这两宗出售似乎都迫在眉睫，而贷款人和电视台交易中的买方却看似想撤出交易。市场上传言，清晰频道通信公司和普罗维登斯将重新商讨交易价格。

当时没有达成协议。相反，2008年2月15日，清晰频道通信公司先发制人。在特拉华州衡平法院起诉普罗维登斯的空壳公司，迫使它们同瓦乔维亚银行打官司以执行其债务承诺书及股权承诺书。出售电视台的协议属于强制履行类型。清晰频道通信公司有权强制普罗维登斯完成融资。谣言是真的，双方重新商议了价格，但由于清晰频道通信公司对普罗维登斯完成交易的意愿始终表示怀疑，所以它还是选择了起诉。瓦乔维亚，交易中的融资银行之一，也开始反击。2008年2月22日，瓦乔维亚在北卡罗来纳州法庭起诉普罗维登斯的空壳公司，根据对空壳公司收购清晰频道通信公司进行融资的债务承诺书终止其义务。瓦乔维亚宣称根据其债务融资书，对收购价的任何可能性重议都会构成一个“不利变动”。普罗维登斯显然被夹在了中间。

该协议是一个裁判权的泥沼，它凸显了私募股权结构实施强制履行模式的困难。在许多州，包括特拉华州在内，强制履行在现金交易中的法律可能性仍然是个未知数。由于融资文件和并购协议在法庭上选择条款的不和谐性，双重诉讼提出了该结构有可能完全瓦解的真实可能性。换言之，不仅是私募股权公司违反了其融资承诺书，融资银行也一样。这将造就一种态势，即目标公司被迫起诉空壳公司，并通过司法机制的某种类型，以子公司的名义起诉银行和（或）私募股权公司以获得必要的融资。由于法庭选择条款的不一致，这些诉讼不得不安排在不同的司法管辖区。尽管在理论上，目标公司可以要这样的把戏，但是在这个问题上，清晰频道通信公司似乎搬起石头砸了自己的脚。2月26日，在关于清晰频道通信公司案子的听证会上，该问题在无所不能的、杰出的斯特莱恩面前被讨论，而他却看上去极度不安。他若有所思地说，在这种情况下，强制履行的补偿有可能解放空壳公司。因此，空壳公司利用合理的最大努力来获得融资的义务将被解释成各方为了融资进行的一个探索，而不是顽固

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的私募股权公司。同时也包括起诉银行，要求其融资的权利和义务。随着该诉讼的展开，这个从未被解决的问题，在几周内迎刃而解。3月14日，普罗维登斯同意支付11亿美元的下调价格，但是清晰频道通信公司向已售的电视台捐出8 000万美元，因此最终价格降为10.2亿美元。

清晰频道通信公司和瓦乔维亚的麻烦原因如下：首先，对于清晰频道通信公司自己的私募股权收购来说，它们的预示并不妙。瓦乔维亚也已同意清晰频道通信公司的融资收购。瓦乔维亚此处的诉讼，似乎是为其企图逃离下次更大的交易而做的一次测试。其次，瓦乔维亚的行为标志着银行第一次公开企图逃避其融资的义务。尽管先前已有暗示，银行对融资私募股权交易仍然犹豫不决。

2007年秋，HD Supply公司和制冰控股公司，私募股权并购中的贷款人已经积极努力地想要摆脱其融资承诺。HD Supply公司和制冰控股公司，这两家私募股权公司都同其目标公司重新商讨了交易，银行正是利用这一变化，企图逃避其融资义务。在每笔交易中，银行宣称根据债务融资书，交易的重议构成了重大不利变化，因此银行有权终止该融资书。制冰控股公司的交易最终通过私募股权公司支付反向终止费而被终止，银行的地位迫使HD Supply公司的交易重新谈判。在这两个例子中，这些争端仍在私下进行，没有导致任何诉讼或公开的争议。同样，在安客诚终止案中，银行支付部分反向终止费暗示了它们的反抗，但是当事人没有公开披露他们在终止交易中的作用。瓦乔维亚的诉讼改变了这一切。现在，对于贷款人以及私募股权公司来说，公开挑战其承诺是能够被接受的。声誉不再特别重要。

对清晰频道通信公司主要交易的担心被证明是正确的。但事情不像预期那样，而是在截然不同的事情上展开。相反，贝恩资本和托马斯.H.李兄弟公司，清晰频道通信公司的买家，都跳出来为完成并购而战。2008年3月26日，在清晰频道通信公司第一次诉讼被裁决后的第12天，贝恩资本和托马斯.H.李兄弟公司在纽约最高法院对其融资银行提出起诉。在申诉中，私募股权公司声称，银行要求的既繁重又特殊的不合理条件，已经违反了它们的承诺书。银行提出这些要求，企图终止它们承诺书上所承担的义务，26.5亿美元的可能性损失刺激了银行的行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权公司声称，银行的拟议语言违反了债务承诺书的规定，最后债务包括承诺书中所阐述的条款和条件以及适用发起人的分支机构。这个“发起人先例”条款被认为对私募股权公司十分友好，因为它把参考的案例范畴缩小到了发起人，即私募股权公司的另一称谓。

这一版本同清晰频道电视台诉讼中所展现的截然不同。这里，看上去私募股权公司想要完成交易。毕竟，它们在起诉。但是，清晰频道通信公司的主要协议包含一笔5亿美元的反向终止费。只要支付这笔反向终止费，私募股权公司可以随时抽身而去。鉴于此，如果按现在的条款执行交易的话，私募股权公司有可能坐失超过5亿美元，人们质疑私募股权公司诉讼的动机只是作为重新谈判的一个伎俩。私募股权公司可能公开表现得很好，但却私下向清晰频道通信公司施压以解决问题。更糟糕的版本是，私募股权公司将败诉，但是仍能通过支付分手费退出合同。但是清晰频道通信公司清楚私募股权公司的态度，所以它们愿意减少私募股权公司所要支付的费用，与其通力合作来解决同银行的争端。还有，对于贝恩资本和托马斯.H.李兄弟公司的信用来说，毫无疑问，私募股权公司正在起诉。托马斯.H.李兄弟公司联席总裁之一的斯科特·斯普林，甚至在CNBC告诉电视台记者埃琳·本内特，为什么托马斯.H.李兄弟公司在打这场官司，并且宣布了他们公司要并购清晰频道通信公司的承诺。

银行认为，它们向贝恩资本和托马斯.H.李兄弟公司发出的71页的债务承诺书不能被强制执行，因为它包含太多仍需商讨的条款。根据纽约的法律，这只是一个无法执行的协议。只有和最后的文件一起，合同才能被充分执行。除此之外，银行认为强制履行的补偿对私募股权公司来说是行不通的。它们只限于赔偿金，因为只有在赔偿金不足以弥补无法估算的损失时才能强制履行。这里，作为寻找其他融资的成本，损失是很容易计算的。

然而，银行也用“第22条军规”为贝恩资本和托马斯.H.李兄弟公司辩护。银行声称，强制履行是不可行的，但是当时断言根据债务承诺书支付赔偿金也是不可行的，原因是承诺书禁止金钱赔偿。在任何情况下，银行都维护仅限于5亿美元金钱赔偿的并购协议，这正是反向终止费的数额。最终，银行辩护道，私募股权公司所引用的发起人先前的语言本质上是毫无意义的，因为根据市场状况，没有哪笔交易是惯常的或类似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

争端进入双方使用相同论据的阶段。银行的一些论据似乎有些牵强附会，尤其是发起人先例条款的内容好像令其无法强制执行的论据站不稳脚。发起人先例条款提供的路线图为最终条款提供了文件证明。在过去30年里，这些文书一直作为并购的标准。过去从来未有一方宣称，它们是无法执行的。尽管银行的案子有明显的漏洞，但是仍然存在着整个交易可能破裂的潜在风险。

气愤阻碍了谈判的决定，正如有人所说："公司和贷款人彼此相憎，如果发生在个人身上，双方都得配上全副武装的保镖不可。"然而，风险太大了，双方不得不摒弃前嫌，达成一个荣辱与共的协议。威彻斯特机场的会议室里安排了一次重要的会议，在2008年5月13日的审判前夜，交易在那里被重新商议，双方的确做到了有难同当。清晰频道通信公司同意下调价格，私募股权公司同意增加股权承诺，提高按银行债务支付的利率并减少银行提供的债务融资数额。2008年7月30日交易结束。尽管如此，银行的反对被证明是正确的；到2008年12月底，清晰频道通信公司的一部分债务以低于20美分换取原来1美元价值的价格成交。

就这点而言，显而易见的是，在私募股权交易机制下已出现大批交易的破裂。首先，私募股权公司与其目标公司之间的交易结构是十分脆弱的。这些交易的单纯形式（那些附带反向终止费和强制履行的阻碍）允许买家以任何理由撤出而不必担心声誉损失。交易的第二种形式，在联合数据系统公司和清晰频道通信公司电视台诉讼案中，强制履行执行起来十分困难。它要求目标公司起诉买家，接着可能强制买家起诉贷款人，这就在两个不同的裁决范围内制造出两起不同的案件，这甚至是在私募股权基金本身决定是否要违约提出第三起诉讼之前。并且，银行现在正在争论其债务承诺书的可行性。这是令人震惊的。在努力摆脱这些坏账时，银行正在争辩它们的协议毫无意义。采取如此极端的行为，银行表现的不仅是其同私募股权公司关系中的主导地位，而且还有为追求自身的经济利益而不惜蒙受声誉和关系上的打击的意愿。

在联合数据系统公司交易破裂和清晰频道通信公司重新谈判之后，市场开始观望潘恩国际和亨斯曼的收购进展。但对任何一方来说，结果都不是圆满的。2008年7月，潘恩国际以84亿美元完成收购的结局来得相当突然。赌博公司潘恩国际，被认为拥有十分严谨的并购协议，包括强制履行的多样性，潘恩国际拥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有直接起诉堡垒投资集团并迫使后其根据股权承诺书履行其义务的特殊权利。

最后的解决方式为，堡垒投资集团投资12.5亿美元用于购买打了折的优先股并支付2.25亿美元的反向终止费。显然，这比并购协议中提到的2.25亿美元的反向终止费要高出许多，但是潘恩国际的交易价格为每股28美元，这大大低于堡垒投资集团的最初购买价每股67美元。在宣布结果的时候，潘恩国际的管理层强调说，对堡垒集团和银行诉讼的期盼迫使它们做出决定。潘恩国际的首席执行官彼得·卡里诺表示："由于诉讼的不确定性，这桩交易代表公司的最佳选择。"目标公司对其协议的可执行性早已丧失了信心。

亨斯曼和瀚森的结果甚至更糟。正如在第3章中讨论的，2008年6月18日，瀚森起诉亨斯曼，声称由于亨斯曼出现的重大不利变化以及合并公司的破产，所以有权终止它们之间的100亿美元的交易。对于瀚森来说这是一步险棋，因为破产申请摧毁了其融资安排，如果瀚森的申请失败，将使它没有资金收购亨斯曼。亨斯曼有力地回敬了这一申请，并在得州蒙哥马利法庭反诉阿波罗及其首要执行人莱昂·布莱克和约舒华·哈里斯，以及两家融资银行瑞士信贷和德意志银行，控诉它们涉嫌干涉合同，也就是亨斯曼与瀚森的并购协议。亨斯曼还声称，这些公司和个人还涉嫌干涉亨斯曼此前与荷兰巴塞尔化工集团的合并计划。2007年7月12日亨斯曼拒绝了瀚森的并购报价，后来每股增加2.75美元，双方在次贷危机前夕达成协议，在当时这一决策是正确的，但事后似乎是相当懊悔。

亨斯曼试图援引彭泽尔公司和德士古石油公司的案例。在这一案例中，彭泽尔公司拥有一份所谓的和格蒂石油公司的非正式并购合同。德士古石油公司涉嫌用自身的协议干涉它们，在圣安东尼奥法院，彭泽尔公司赢得了对德士古石油公司涉嫌干涉起诉的105.3亿美元的陪审团裁定。德士古石油公司被迫宣布破产，最终支付较低协议价格30亿美元。与涉嫌干涉合同的诉讼一起，亨斯曼正在向阿波罗和那些银行施加压力。

尽管得州的案子是一个法律上的延伸，但当时评论家推测，重新谈判价格对双方当事人来说都是最经济的路线。双方没有达成一致，审判于2008年9月8日举行。乔恩·亨斯曼本人在审判前夕接受《华尔街日报》采访时，抨击了阿波罗的当家人莱昂·布莱克，指责他背弃诺言。这可能是当时没有达成一致的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原因。亨斯曼对莱昂·布莱克以及阿波罗的行为还是十分气愤。乔恩·亨斯曼表示：

> "我将为此战斗到底。私募股权公司已经接管了美国，我们要战胜它。这些家伙变得越来越不诚实，我无法忍受这一点。"

副首席大法官兰姆有利的裁定，为亨斯曼换回了些许慰藉。兰姆驳回了瀚森重大不利变化的申诉，并发现其同亨斯曼的协议不能为瀚森提供融资豁免，也没包括反向终止费条款。他发现瀚森违约，这对瀚森来说处境十分不利。瀚森现在面临一个它承担不起的索赔申请，瀚森本可以依赖的银行拒绝为其合同投资。亨斯曼已经展示了合同的巨大力量能发挥什么样的重要作用。双方的律师在谢尔曼·思特灵律师事务所和文森·艾尔斯律师事务所达成了一个非传统的私募股权投资协议，看起来更像一个战略协议。其结果是为亨斯曼提供了一个有利的诉讼位置。

瀚森似乎和上次一样，又积极发动了诉讼战略。10月29日，它被迫起诉其融资银行，实际上根据瀚森的破产申请后者现在拒绝为并购融资。然而，一个半月之后，也就是2008年12月14日，瀚森和亨斯曼宣布已与阿波罗和瀚森投资管理公司达成协议。和解赔偿金为10亿美元，但是实际上要少一些，因为其中包括2.5亿美元10年期可兑换债券，这是必须要偿还的。达成协议之后，亨斯曼的市场股本跌至7亿美元左右，这意味着市场对于亨斯曼业务本身来说几乎没有影响。值得注意的是，这时候亨斯曼并没有解决对这两家银行的起诉——起诉后来在2009年6月最终完成。当时，亨斯曼分别与瑞士信贷和德意志银行达成6.32亿美元现金和11亿美元补贴融资（subsidized financing）的解决方案。

同瀚森达成的和解有些出人意料，因为尽管亨斯曼拥有更加有利的协议和诉讼地位，但是似乎价格上要低于潘恩国际。谣传说是因为亨斯曼迫于自身流动资金的问题。他再没有资金支持进一步诉讼了。而且，鉴于他对阿波罗摇摆不定的起诉，亨斯曼不得不从瀚森那里寻求补偿，让瀚森破产并给予亨斯曼金钱补偿。2009年6月，亨斯曼从罪不当罚的银行那里获得了同样的补偿，进而证明了这一理论，一时间亨斯曼变得更加稳固。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来也有公开报道，亨斯曼化工支付给乔恩·亨斯曼这位曾经发誓要“战斗到底”的人1 500万美元用于和解谈判。这笔款项引发了利益冲突：对于亨斯曼化工来说，支付这笔费用给一个已经获得重大奖励的、代表亨斯曼进行谈判的大股东是否正确？为了给乔恩·亨斯曼辩护，亨斯曼的董事诺兰·阿奇博尔宣称这笔支出是合情合理的，是为了“单独谈判以达成这一解决办法”，并为了“挽救公司才这样做的”。

阿波罗和瀚森已成功地开始交易，但是这整个插曲玷污了阿波罗及其执行人约舒华·哈里斯和莱昂·布莱克的声誉。面对瀚森破产以及重大损失，阿波罗的投资人同样焦躁不安。在阿波罗的案子里，他也接受了十分冒险的诉讼策略，最终凭运气获得成功。许多人质问，如果从一开始就等着不可避免的银行诉讼来为他们摆脱交易提供更清白的动机的话，他们的情况是否会更好。但这只是猜想，也许阿波罗有意承担这个风险。

亨斯曼化工的董事会似乎被震得目瞪口呆。在这个更加艰难的时代，作为反对带有融资风险的过高报价而采取更为确定的交易原则的案例，该交易将被引用数年。最后，亨斯曼化工的董事会放弃了另一收购者，巴塞尔每股只高出几美元的报价，留给亨斯曼的空间很小。当然，亨斯曼是在对金融危机没有任何预知的、较好的情况下做出这一决定的，但这仍不失为一个发人深省并持续上升的教训，它是冒着金融危机时期并购交易被搁置的危险，而不是发生在2007年7月阳光灿烂的时候，所以拖拖也无妨。

加拿大通信巨头——贝尔电信公司，成为私募股权时代的最后挽歌。贝尔收购案，是迄今为止最大的私募股权收购案，经历了一波三折。由于债券持有人诉讼中的不利决定，它几乎被击垮；接着，加拿大最高法院的裁决逆转了这一局面，让这一并购案起死回生。7月份，开始新一轮谈判，似乎一切都朝着12月份就能有个结果的方向发展。接着，就在结束前的几周，贝尔的御用会计师事务所毕马威宣布，无法根据并购协议提供所需的偿付能力意见。毕马威拒绝发表偿付能力意见，允许其买家拒绝完成交易。它确实这样做了，12月11日交易被终止。双方就买家是否该支付12亿美元的反向终止费问题还在提起诉讼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权公司的错误和失败

谁应受谴责？这一问题一次又一次被提起。因为如此众多的私募股权交易接连失利，所以目标公司、私募股权公司、投资银行、银行和律师受到各式各样的责问。这里，对私募股权结构的批评主要指向可选择性及其所造成的结果不确定性。以其最纯粹的形式，反向终止费结构创造出一个选择。私募股权公司有权定夺是否执行这一选择，如果公司这样做了，它可以终止合同并支付反向终止费。因此，私募股权买家可以在交易完成之前评估其利益，然后决定完成该交易是否更具经济效益，否则公司可能支付反向终止费并终止并购协议。

根据期权定价法（option pricing method），这种选择不是故意的。它似乎也没有参照目标公司蒙受的损失来计算，到头来都是由私募股权公司操作的。然而，反向终止费的数额都是参照目标公司通常支付的终止费设定的，大概是成交价的3%。为买家和目标公司制定3%的费用促成了一个对称的罚款。

但是这种罚款却是完全不同的。终止费的上限是特拉华州的判例法，被设计成禁止竞争性报价和根据捏造出的报价的相关损失来补偿投标人。同样的原则不适用于反向终止费。在大量知名案例中这笔费用都没能阻止执行这一选择，这一数额似乎要低于目标公司及其股东所蒙受的损失。这方面的证据来自所针对的目标公司终止后的股票交易价格。在执行该条款的几个月里，这些公司的股价交易大幅低于预估价格。

所以，为什么目标公司和它们的顾问同意这种条款？原因可能如下：

第一，反向终止费结构比它所取代的结构更具完成交易的确定性。第2章曾描述过2005年以前的结构，这个结构完全是可选择性的。目标公司同资本薄弱的空壳公司达成协议，协议本身包含融资条件。如果空壳公司拒绝履行义务或是融资失败，那么目标公司则没有分文赔偿金或只能依赖于私募股权公司，除非撕破脸皮或采取其他创造性的起诉。

第二，声誉影响。私募股权基金是一个多人游戏。估计结束收购的声誉影响会阻止其执行反向终止费方案，以防被视为背信弃义的交易。违反这一准则的惩罚，是在未来的交易中将付出更高昂的代价以补偿目标公司在此次失败中的损失和增加的风险，以及其他公众对此行为的认同。

第三，和第二点有关，私募股权公司的经济利益推动它们完成并购。换句

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话说，私募股权公司最初达成交易是为了并购公司。交易的价值促成了协议，也迫使私募股权公司完成交易。

第四，私募股权的律师依赖于以前的案例。在这方面，胜科提供了一个被私募股权律师迅速接受的结构先例。偏离当时的市场标准有可能被认为是市场外的，因此不可能被律师推荐或接受。

这四个原因提供了具体解释，也就是为什么一个完全不同的、更加确定的结构曾经在历史上被实体公司而不是私募股权公司用于战略性交易和收购。战略性交易缺乏私募股权并购的选择性本质。在战略交易中，结构准则回避融资条件和反向终止费结构。相反，目标公司强迫买家实际履行并购，以防终止并购协议。不像私募股权的版本，这个协议由买方做资产担保。

结构中的二分法的传统理念始于融资意向。在战略性交易中，买方拥有确保其履行义务的资产，不依靠融资市场的风云变化来完成其交易。但是，许多战略性买家动用大量杠杆来影响并购，然而私募股权基金确实有资本，它们根据投资者的合同协议来资助该收购。一个更有力的解释是，战略性买家没有参与私募股权公司正在并购公司的生意。如果一个战略性买家背弃并购协议的话，声誉损失可能较小，因为它不是一直在收购市场，加强合同保护也是合情合理的。

所有这些力量组合在一起使私募股权结构虽然是可选择性的，但也是可以接受的。同样，当律师就结构的剩余部分进行商讨时，在最佳谈判时机这是可以被掩饰过去的。显而易见，交易是在各种力量的推动下完成的。因此，由于这些其他的动力，这一结构的瑕疵或是所犯的错误也就无关紧要了。对于像联合租赁和瑟伯勒斯对簿公堂的协议起草错误来说，其他结构错误则可能是最好的解释。不幸的是，信用危机的严峻态势改变了这一假设。表4-1列出了2007～2008年间终止的重大私募股权交易。这是一个发人深省的名单。

这些失败只是冰山一角。私募股权基金的塌陷出现在信贷泡沫之后。这些在春风得意时达成的交易是在根本没有料想到危机会出现的氛围下完成的。事后证明，那些同意退出交易却没有破裂的公司做出了十分正确的决定，然而在当时这也是疑虑重重的。那些交易的负担大多落在私募股权公司及其重要贷款人身上。私募股权公司可以支付这么多是因为贷款人在利率不足和杠杆过多的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下借贷吗？因此，直至2007年8月这段时间里，私募股权业的主要失败是为贷款定价的金融机构和金融工具的失败。这就允许私募股权公司以很低的利率、过于灵活的信贷条件和最低投资资本并购一个巨大的企业。这一特殊的失败只是更为广阔的信贷危机的一部分，它为我们的世界经济做出了惊人暗示，正如许多公司都在债务重压下苦苦挣扎一样。

表 4-1

公布日期	并购方	目标公司	结果
2006/11/26	贝恩资本、托马斯·李	美国清晰频道通信公司	重新谈判
2007/3/15	通用电气金融服务公司、黑石	PHH公司	终止
2007/4/16	弗劳尔斯、财团银行	学生贷款市场协会	终止
2007/4/20	普罗维登斯公司	美国清晰频道电视台	重新谈判
2007/4/24	高盛资本合伙人公司	迈尔斯国际	终止
2007/4/26	KKR、高盛资本合伙人公司	哈曼	终止
2007/5/16	价值行动资本、银湖	艾克希姆	终止
2007/5/17	黑石	英国联合博资公司	终止
2007/6/4	龙星基金	住宅贷款控股公司	重新谈判
2007/6/15	堡垒投资集团、中桥合伙人集团	潘恩国际游戏公司	终止
2007/6/30	普罗维登斯股本合伙人、麦迪逊·迪尔伯恩合伙人公司	加拿大贝尔电信公司	终止
2007/7/2	GSO资本合伙人公司	制冰控股公司	终止
2007/7/12	瀚森特种化学品公司、阿波罗	亨斯曼公司	终止
2007/7/23	瑟伯勒斯资本管理公司、教室私人资本公司	联合租赁公司	终止
2007/7/23	美林全球私募股权	Cumulus媒体公司	终止
2007/9/28	贝恩、华为	3Com	终止

资料来源：史蒂文 M. 大卫杜夫，《私募股权的失败》，发表于《南加利福尼亚法评论》(2009年)。

最后，这只是一个错位的利益产物。银行不再是一个“美好生活”模式，他们亲自会见贷款人，评估后者信贷，当债权人拖欠贷款时也会被罚。然而，在第六次风潮中，贷款成为一个证券化以及银行的证券化能力、出售杠杆收购以及其他债务的问题。

银行在风险管理和贷款委员会上的焦点是，债务是否可以证券化并出售给第三方。无论是否能还清，一旦出售，它就变成了其他人的问题，这是银行没有充分考虑的一个因素。也正是这点，让我们陷入了经济混乱。

这些私募股权交易的失败显示了在私募股权过程中银行及其统治地位的强大。在每一起破裂的交易中，损失最多的往往是银行而不是私募股权基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2007年秋，当简单交易都被扫清而银行不能再在幕后操作时，银行呈现出一种报复性的态势，即退出已不具经济意义的交易。银行这样做，显示出在私募股权关系中，它们是所谓的炮弹。

协议中令人费解的反向终止费和律师的做法（例如同意反向终止费），让目标公司备受煎熬。回想起来，它们是律师过分依赖商定交易时的法外力量的产物。换句话说，律师依赖私募股权基金的名声，他们必须掩盖合同中的基本错误和失误，以及一个可选性的结构。特别是律师无法更改依赖于特定交易商定风险的反向终止费，所以不论交易的特点如何，宁愿留下3%。但是，当不再有经济利益的时候，银行和私募股权公司也就不再受这些法外约束的制约，相反，它们会尽最大努力来寻找或创造理由来逃避所要承担的法律责任。

在某种意义上，这一失败是律师和目标公司预见性的失败。谁能够预测出这样一个漩涡呢？失败也暴露了律师在此过程中所犯的错误，这些错误按理说是不可告人的，本不该犯的。这也揭露了律师改变取决于交易风险的交易条款的失败，无论如何这些失败都应该有所弥补。最终，在2007年8月后的诉讼中，私募股权公司似乎一直可以找到一些明确的或不大明确的合同或法律依据，试图终止协议。私募股权基金的失败显示了法外力量在交易上的重要性。在复杂的交易中，对律师的行为总会有些限制。在某些时候，进一步增加或修改合同受制于想象力的限制，否则也会受制于时间的限制。这可能意味着，买家总能找到某些花招以试图终止合同。

换句话说，发生争议的时候，律师总能在复杂的合同背景中找出诉讼的漏洞。这种行为显示了过去一年里私募股权的失败。结果是，在私募股权文本或复杂的并购合同中，通常声誉和信任是合同中重要的、不可避免的组成部分。在未来的交易中，双方都应该好好记住这点。因此，他们也应该记住，起草一份严密的协议将受益良多。大家只要比较一下潘恩国际和联合租赁的协议就一清二楚了，前者是一个尽管部分上可选但总体严密的协议，而后者则是一个更具选择性的单纯反向终止费结构的协议。这两家公司都被其准私募股权买家放了鸽子。但是前者得到10多亿美元的补偿，而后者只有1亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

私募股权的未来

一系列私募股权交易的崩溃以及市场动荡使得私募股权业步履维艰。私募股权市场一度消失了。在2008年，全球的私募股权交易发生额从前一年的5 120亿美元下滑为区区1 099亿美元，仅为整个并购业总量的3.8%，这是自2001年之后绝无仅有的。到了2009年第一季度，情况更加糟糕，整个第一季度，全球公布的私募股权并购额仅为79亿美元。客观来讲，该季度全球的私募股权活动还不到得克萨斯州电力公司单笔交易额的1/5。

交易活动的萎缩给了私募股权业必要的时间，对2004～2007年期间不断增多的不良交易进行梳理。问题缠身的投资组合公司似乎每天都在增加，甚至像克莱斯勒、清晰频道通信公司、飞思卡尔半导体公司、通用汽车金融服务公司、哈拉斯娱乐公司、利纳斯公司以及瑞爱琦不动产公司这样的明星公司都赫然在列。无疑，这些失利的交易造成的负担，沉重地压缩着私募股权业在新千年的投资回报。

私募股权公司放低身段，以低于之前协商的信贷资金，试图挽救这些公司以及在它们身上的投资。然而不幸的是，在焦头烂额的债券持有人看来，私募股权公司经常利用银行在信贷泡沫时期批准的某些宽松条款来解决债务问题。其结果是，瑞爱琦和飞思卡尔的债务案，都诉诸法律，并且私募股权业的信誉也不断下降。在下一轮的并购案中，银行和私募股权证券的买家将注定要用更加严格的条款来限制。私募股权公司可能也知道此事终究会来临，因此，和债权持有人来硬的也不可能改变既成事实。

由此，私募股权公司的规模开始缩小。黑石公司在2008年的12月裁员了7%。在投资和委托业务方面，投资者开始变得谨慎。举例来说，哈佛大学获得的私募股权捐赠金额缩减为15亿美元，仅为之前的1/3，而且没有一笔是合格捐赠。私募股权业的大佬史蒂芬·施瓦茨曼，现在穷了很多，已经消失不见了。以下为记者在2008年12月份的黑石公司办公室要求采访施瓦茨曼时记录的这种变化：

“施瓦茨曼先生的办公室，”接待员说，“已经不再接电话了。”

“永远不接了么？”

“我被告知，在可预见的将来，是不会接了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但私募股权业还没有过时。和对冲基金不同，私募股权跟投资人签有长期的协议。2009年1月，有人估计全球私募股权仍然有4 720亿美元的资金本来有能力兑现，却最终爽约。这一数字很可能夸大其词，因为私募股权的投资人已经遭受了不小的损失，很可能不再完全履行约定。同时，这为那些没有完全履约的私募股权公司提供了在金融危机期间收购不良资产投资的机会。那些完全守约的公司，就没那么幸运了，它们不得不面临无边的债务，也失去了再次融资的能力。私募股权还有30年额外回报的追索权，可以保证继续获得收益。在未来的融资活动中，毫无疑问，它将把金融危机看做出人意料的脱轨事件而不应该作数的。此外，投资银行模式的失败为黑石公司和KKR这样的私募股权提供了一个在同中端市场投资银行市场竞争中的有力位置，它们可以提供精品投资银行服务。这一现象我们将在第12章中继续讨论。

除了资金规模大幅萎缩，还有一些令人头疼的问题要处理，私募股权业在很大程度上回到了它在20世纪90年代时的状况。也许单笔交易金额达到400亿美元的时代已经过去了。同时，私募股权业尽管不愿意接受公共市场更为严格的检查，却无法逆转它们在冒进时期创立的公开交易架构。但随着交易市场的元气渐渐恢复，私募股权必须要修复它和融资银行以及目标公司间日益恶化的关系。

私募股权基金崩溃之后，在交易结构上也出现了一个显著的转变。首先，毫无疑问，律师更加踏实了。他们试图扫除形式的羁绊，针对显而易见的起草错误，更加清晰简明地起草文件。其关键就在于通过阅读和重读合同草稿来纠错。对于交易过程来说，律师变得更加重要。

许多人也期望目标公司能商讨更明确的交易，迄今为止类似事件还没有发生。相反，私募股权结构已经朝着相反的方向转变，即朝着更有利于私募股权基金的方向发展。2008年大约80%的美国私募股权交易宣布采取纯反向终止费结构，这是一次有力的回击。这种转变的本质再次表明，在合同语言之外存在着企图结束私募股权交易的潜在驱动力。它也代表着私募股权公司和目标公司谈判的分崩离析，这就需要更加严格的反向终止费结构的存在。

它同时反映了乱世中信贷的本质。信贷很难获得，并且很容易被银行牵着鼻子走。私募股权公司只是不希望冒着信贷危险进行交易，在任何情况下，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常都不能获得信贷。律师也无法找到解决办法。相反，在烦恼重生的收购市场，目标公司自行选择。毫不奇怪，2008年为数不多的私募股权交易都发生在受市场分裂影响较小的产业领域。因为其获利颇丰的稳定商业模式，目标公司证明使用反向终止费是合理的，这将确保其生意会保持稳定并且完成私募股权并购。

私募股权律师的确没有想出比使用反向终止费更好的办法来组织交易。结果为，许多卖家都不同私募股权公司做生意，因为后者不一定完成交易。对于现在来说，这是信贷市场的一个功能，但是要恢复到以前的繁荣，问题是私募股权协议应该是什么样的。从短期来看，为了调整违约的危险，可能应该有一个较高的反向终止费。在2007年8月以前的收购合同中，私募股权的反向终止费事后定的偏低，3%的规定太机械了。目标公司试图规定相当高的罚款以确保交易的完成。这可能导致两档反向终止费：买家毁约或融资失败，则执行较高的费用，其他情况则执行较低费用。我们还可以看到，返还不可退还的保证金或安排信托付款以确保目标公司由于交易失败而获得一些补偿。

此外，目标公司可能通过提前和银行谈判完成信贷合同，试图让交易更加确定。最后，“重大不利变化”条款反而变得更加宽泛，卖家则努力克服“重大不利变化”条款以及它们和反向终止费相互作用的问题。这里，目标公司将试图令“重大不利变化”条款更加严格以防止私募股权公司为反对调用反向终止费而利用这些条款做声誉掩护。当然，“重大不利变化”事件的真正解决办法是在私募股权交易中清除“重大不利变化”条款，但是对于律师来说这可能是非常极端的一步。

这些解决办法都无法弥补这一缺陷，也不能为目标公司提供更大的确定性，但是，如果融资失败的话，它为私募股权公司提供了退出的自主权。或者在更小的交易中，为了整个购买价格从私募股权基金那里实际上获得完全股权承诺。目标公司和买家也可能达成一致，要求在签字时完成融资承诺。同时，如果私募股权公司因为缺乏确定性而不能完成交易，那么它将继续承受这一切。当市场条件恢复正常，卖家能够很强势的谈判时，这一阻力将变得显著而清晰。如果有这种选择的话，在亨斯曼事件后，究竟谁还会来和阿波罗做生意？反正不是我。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，一旦收购和信贷市场被完全治愈，那么对确定性问题的解决最终也就更易于出现。暂时，私募股权公司已能够在困难重重的市场中调节其谈判地位以获得纯反向终止条款。然而，这种确定性的缺乏以及私募股权基金对其主导力量——融资银行的不可避免的依赖，也严重阻碍了私募股权业。与此同时，在取消信贷泡沫带来的坏账的竞争中，当屈居人后时，银行本身也会承受无以言表的痛苦。但是，在2008年冬，银行急切的集资企图为私募股权展现另一种可能性——另一种资金来源，例如主权财富基金。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章
Gods at War

迪拜港口世界公司、美林公司和主权财富基金[⊖]问题

2007年秋，主权财富基金在世界舞台上爆发了。它们和信贷危机的第一轮骚动同时出现并不是机缘巧合。从2007年秋到2008年冬，美国金融机构恳求这些基金资本，为了这项投资它们向游说者支付数百万美元以求打通关系，最初这笔钱流入了金融机构。2008年，全球的主权财富基金在金融机构的投资达327亿美元。对于金融机构来说，迫于房地产和杠杆收购债务的压力，这一资本成为它们赖以生存的生命线。不仅仅是金融机构，同年，全球主权财富基金的投资额达到472亿美元。同2007年777亿美元的投资相比有所下降，但是较之2004年投资的109亿美元还是有434%的增长（见图5-1）。

主权财富基金虽然有可能帮助拯救世界，但是它们的出现不是没有争议的。主权财富基金是政府发起的为了投资本国的外汇储备而成立的一项基金。就这点而论，这些基金大多是那些过度受益于经济全球化和过时了的商品繁荣的国家的产物，也就是那些石油生产国或出口美国的国家，最为突出的要数中国。

⊖ 主权财富基金（Sovereign Wealth Fund）。针对过多的财政盈余与外汇储备盈余，一些国家成立了专门的投资机构来进行管理运作，这类机构一般被称为主权财富基金。它既不同于传统的政府养老基金，也不同于那些简单持有储备资产以维护本币稳定的政府机构，而是一种全新的专业化、市场化的积极投资机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008年，10大主权财富基金中有7只掌握在非西方的石油生产国手中，它们是阿尔及利亚、科威特、利比亚、卡塔尔、俄罗斯、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国。最初，中国政府于2007年注资2 000亿美元。

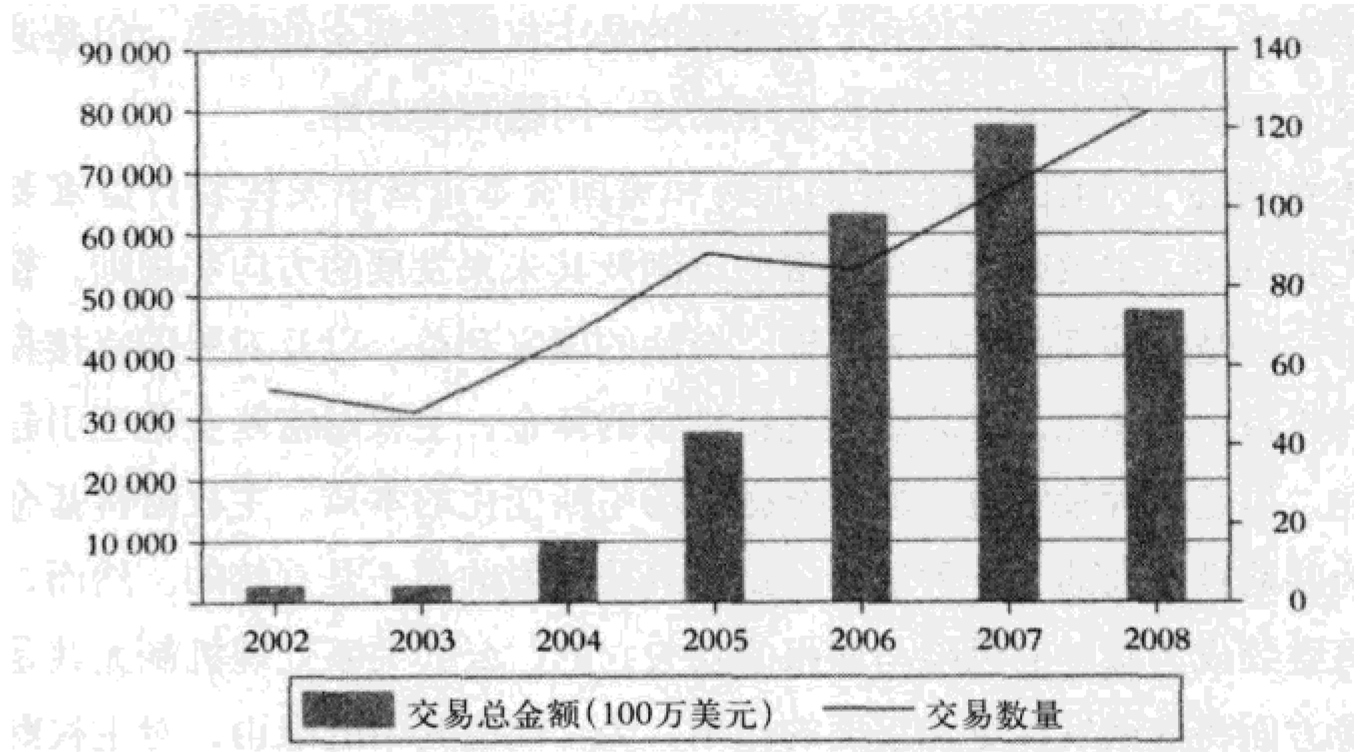


图5-1 2002～2008年间全球主权财富基金投资情况

资料来源：汤姆森·路透。

随着这些基金的增长，围绕主权财富基金的问题也与日俱增。最近主权财富基金的资产总额估计有2万～3万亿美元。在2007年，美林和摩根士丹利估计这些基金到了2011年和2015年，资产有可能分别超过7.9万亿美元和10万亿美元。可能还远不止这些，因为商品泡沫已经破灭，全球经济衰退已经给出口经济造成损失。然而，长期趋势更倾向于在这些基金中进一步积累储备，尤其是中国。美国甚至在上次大选中推广自己的基金，这是由作为共和党副总统候选人的州长莎拉·佩林提名推荐的。拥有283亿美元的阿拉斯加永久基金⊖代表本州居民掌握并投资阿拉斯加的石油财富。

⊖ 阿拉斯加永久基金（Alaska Permanent Fund）：根据阿拉斯加宪法，所有本州的自然资源均应为本州居民的最大利益而使用、开发和保护。为了应对日后石油资源耗尽之需及考虑到子孙后代的权利，1976年阿拉斯加宪法修正案由州长提议，经立法会投票表决通过，它规定至少25%的全部矿产资源租金、矿区使用费、矿区出让收益、联邦矿产收入分成以及州级红利应设立为永久基金，并以此基金代表全体阿拉斯加人民的平等利益进行投资。实际上，它就是一个代表所有现存和未来的阿拉斯加居民权益的巨型共同基金。即使当石油被开采枯竭之后，它仍将继续造福于所有居民。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

令主权财富基金担忧的是外国在美国的投资，尤其是在经济下滑的情况下。2007年，阿拉伯联合酋长国控制的公司“迪拜港口世界”想接管美国若干港口的打算引发了一场轩然大波，促使美国国会制定法律以加强对外国并购者的国家安全审查。随着此项争议和立法而来的是主权财富基金的井喷，但是迪拜事件彰显了围绕着在美国的外国投机增长这一问题的复杂性。

本章讲述了外国投资在并购市场和美国资本市场中发挥着日益重要的作用，尤其讲述了主权财富基金投资的风潮及其未来发展的方向和规则。管理外国投资一直是在非理性的仇外心理、合法的国家利益，以及对外国直接投资的需要和收益中间挣扎。作为政府直接投资的基金，主权财富基金甚至引起更大的关注，但是这种投资也凸显了金融市场不断变化的本质。主权财富基金已逐渐成为并购投资商的另一种选择，虽然只是随附的而不是直接的。然而，外国投资将继续成为微妙的风险与回报的众矢之的，公共关系处理机制尤其是在事务监管方面将继续发挥更加重要的作用。为了明白其中的缘由，对主权财富基金投资的讨论势在必行。

主权基金投资的金融浪潮

毫不奇怪，早期有名的主权财富基金同私募股权的兴盛发展以及黑石集团有着密切的联系。在2007年5月，中国建银投资公司——一家中国政府机构，出资30亿美元购买了黑石集团9.3%的股份。当时，黑石集团声称是出于战略原因接受此项投资。同中国政府的关系为黑石集团进入中国市场提供了优越的途径。对于此次投资，中国可能有同样的理由，政府此刻可以引导黑石集团的投资资本进一步进入中国。此外，中国此刻也能近距离接触金融专家施瓦茨曼及其合伙人，以及持有9%的股权，列席美国最大的私人持股公司之一。此次投资标志着中国的首次主权财富投资。的确，2009年9月29日，投资黑石集团预示着中国官方主权财富基金——中国投资公司的形成。中国基金由中国政府提供大约2 000亿美元作为运营资本，大概2万亿美元的货币储备为后盾，以及规定其投资回报率为5%的软性目标。

投资黑石集团是在美国金融机构的第一次意义重大的主权财富基金投资，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是私募股权蓬勃发展的产物。中国政府以在当时都显得有些操之过急的价钱购买了黑石集团的无表决权股票。但是，这更加突出了围绕着这些投资的问题，那就是通过接近黑石集团中国获得了战略上和技术上的效益，与此相比，经济回报可能屈居次位。究竟为什么当市场观察家们都在振臂高呼私募股权泡沫的时候，中国还是以全价购买了这只无表决权的股票呢？

至少事后，中国投资公司支付给黑石集团全价的确是有些高了。但是进入2007年秋，持续的信贷危机吸引主权财富基金从股市的低迷和显而易见的金融机构困境中寻求利润。在9月份，穆巴达拉发展公司，政府控制的阿布扎比投资公司，以13.5亿美元购买了凯雷集团7.5%的股份。还是在9月，由阿布扎比控制的证券交易所迪拜交易所，同意购入纳斯达克集团19.99%的股权，此次收购同时还获得纳斯达克在伦敦证券交易所集团28%的股份。接近年底时，加快了投资的进程。从11月到2008年1月，花旗、美林和摩根士丹利共集资378亿美元，占据自主权财富基金总额的3/4。

在2008年，主权财富基金公布在美国有价值237亿美元的投资。金融机构成为最高的目标产业，拥有327亿美元的全球投资。接下来的两种投资类型与之差距较大，分别为71亿美元的石油和天然气投资以及44亿美元的房地产投资。通过投资金融资产，像投资银行和主权财富基金就可以利用市场恶化到达其机构管理的最高层。因此，主权财富基金投资与20世纪80年代日本的投资类型是截然不同的。回溯当时，在另一种泡沫的顶峰时日本人大多购买循环资产，购入的战利品如加州卵石滩、洛克菲勒中心。主权财富基金似乎在一定程度上打破了由日本人确定的投资方式，侧重于陷入危机的金融机构和运营公司。

投资金融机构为主权财富基金展开了一份更大的投资菜单，也为基金提供了更大的机会来引导投资进入本国市场、扶植本国的工商业。投资黑石集团并不是唯一的。通常来说，投资这些金融机构似乎不仅仅是为了回报率。而且，购买这些金融公司的股权是主权财富基金的经理们接触世界顶级投资家和他们的投资技巧的一个途径。

这些主权财富基金许多都是新成立的。有两个突出的例外，那就是从1953年开始就以某种形式存在的科威特投资局和成立于1990年的挪威政府养

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

老金。操作主权财富基金的人很聪明，但是通常是那些相对缺乏经验的国际投资客。主权财富基金企图利用购买投资和其商业头脑来掩盖其赤字。就这点而论，也有超出经济回报为了长远收益而做的战略性投资。由于主权财富基金的其他投资目的，同比其他基金所追求的，这些基金可能情愿获取更低的回报。总体来说，不管怎样主权财富基金都规定了一个较低的回报率，因为其政府根源、较低的资本开支以及由于其主权本质带来的免税身份。

金融机构从这种关系中能获得什么呢？为了了解带给各方的利益以及股份公司转投基金，一个特殊的投资案例是值得一看的：2007年平安夜，淡马锡控股公司出资44亿美元购得美林公司9.4%的股份。这被认为是为前首席执行官乔纳森·塞恩洗脱罪名。当时，淡马锡控股以每股48美元的价格购得此股份，没有得到任何特别的企业治理权，并同意购买该公司的股份不得超过10%。

淡马锡的投资在当时很有代表性。过去两年里，范式基金在上市公司的投资已经占金融机构的5%～20%的股份。在许多投资中，由基金购入的股票没有投票权力或是只能列席公司董事会。换句话说，主权财富基金在此期间大部分都是被动的、非控制性的投资。这里所说的“被动”是指基金所接受的，由于其股份而现在不能发挥任何软性影响力的实际权力。

美林利用新加坡的资金，因为它能快速募集起来。在如此渴求资本的世界里，作为能快速调配资金的自愿投资者来说，主权财富基金在这里提供了一个令人信服的优势。美林也从淡马锡心甘情愿地接受被动的、非控制性的股份里受益良多。持有低于10%的股份具有监管优势。尤其是在投资的时候，人们普遍认为这种被动股权必定不会反对美国政府出于对国家安全的考虑而做出的审查。

问题是谁愚弄了谁，是银行利用了基金，还是与之相反？银行接受这些投资者的资金，在一定程度上是因为基金愿意以避免广泛监管审查的方式快速地做出被动的、非控制性的投资。然而，在投资的时候，公共市场需保持足够的开放以募集股份或资金。举个例子，在2008年1月，美国银行通过一个公开发行的优先股募集了129亿美元。对冲基金、私募股权和其他美国机构投资者也依然是潜在投资者。

虽然其他的机构投资者可能原本想随着其大量投资的同时得到控制权，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是相反，对主权财富基金来说，这笔买卖很大程度上意味着投资者有可能是被动的一员。就算是淡马锡已经商议确定了经营权，新加坡政府也不可能发动代理权的争夺、取消美林的董事会席位，更不要说企图公开影响公司了。相反，对于这些国家来说，任何影响都可能遭遇业务和投资专家的软实力。主权投资也同非要约收购或其他股东行为相分离。最终结果是，主权财富基金投资是更好的管理形式，因为它可能留给他们更广泛的空间来经营业务。

从短期来看，回报率已是糟糕之极（见表5-1）。看上去银行获得了更好的基金，始于2008年秋的政府投资热潮大幅稀释了此次主权财富基金的投资。这里，一些基金就更为精细的投资权问题进行了进一步的商榷并从中受益。举一个例子，淡马锡和美林商定，如果一年之内美林以低于其最初投资时的价格募集基金，那么淡马锡有重新定价权。2008年7月29日，美林宣布发行新股筹资98亿美元的计划。当时，美林股价大约是淡马锡购入时的价格的一半，所以淡马锡有权获得25亿美元的补偿。然而，淡马锡同意再投资这笔资金并追加投资9亿美元购入美林无任何重设保护的普通股。

表5-1 2007～2008年间表现出色的主权财富基金公开财政投资的股价业绩

投资人	机构	投资金额（10亿美元）	日期	最初投资股价（美元）	2009/2/27股价
新加坡政府投资公司	UBS	9.8	多次	51.66	9.05
新加坡政府投资公司	花旗集团	6.88	2008/1/15	26.94	1.50
阿布扎比投资当局	花旗集团	7.5	2007/11/26	30.70	1.50
淡马锡控股（新加坡）	美林	5.9	多次	20	3.4
中国投资公司	摩根士丹利	5.579	2007/12/19	50.08	19.54
中国开发银行	巴克莱集团	3.08	2007/7/23	60.35	5.14
中国建银投资有限公司	黑石集团	3	2007/6/21	29.60	4.87
迪拜国际资本基金	Och-Ziff资本管理公司	1.26	2007/10/29	30.50	5.16

这一规定为淡马锡省了一笔钱，但还是未能避免其损失。当时，美林被美银收购，据说理论上估计损失20亿美元。自从投资美林，淡马锡就遭受了投资巴克莱集团和中国银行等一系列更为惨烈的损失，并且由于其40%的投资集中于金融资产因而导致其基金价值总体下跌。截止到2008年11月31日，淡马锡最近返还的统计数据显示，淡马锡投资价值大约850亿美元，比2008年3月31日缩水31%。

中信证券是中国一个顶级的国有投资银行，这只基金也逃过一劫。中信证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券同意但尚未向贝尔斯登投资10亿美元，因此可以取消投资，所以当贝尔斯登大跌时它为政府节省了10亿美元。但是总的来说，当时主权财富基金的投资并不都是那么幸运的。例如，中国在黑石集团30亿美元的投资，其价值到2009年初已经缩水了4/5。值得注意的是，此后中国投资公司一直和黑石集团重新商讨其协议，在不追加任何投资基金的情况下以获得该公司2.6%的股权。事后认识到，主权财富基金过早地投资于金融机构，而有经验的投资者则是在等待中获益。例如，2008年10月，三菱日联金融集团向摩根士丹利注资90亿美元。实际价格为每股25.25美元，低于每股有效价格的一半，2007年12月，中国投资公司曾以价格区间为每股48.07～57.68美元的价格投资该公司。主权财富基金本来一直可以为其他目的而不是经济收益而投资，但是损失意味着它们为这些机会付出了相当高昂的代价。

然而这些基金看上去是长期的投资者，并且真正的回报只有在此后数年才知道。20世纪90年代初，沙特阿拉伯王子阿尔瓦德向陷入经济危机的花旗银行大笔注资，帮助花旗从泥沼中抽身免于破产，他也因此狂赚了数十亿美元（这笔钱的一大部分在这场金融风暴中损失了）。主权财富基金当然知道这一点，它们显然更愿意在2008年9月的失败中学会投资，而且基金们正在学习。然而，其中一些早期投资，如黑石集团，是没有保证回报的无投票权股份；后来的投资则更倾向于以保证最低回报的形式投资。例如，中投投资摩根士丹利，它没有购买普通股股票，而是通过购买到2010年8月17日强制转换为普通股的股权单位为其投资寻求一定的保证。同时，按照年息9%按季支付利息，这种方式比投资普通股更能确保有一定的回报。当然，事后获悉，理论上中投还是在这项投资中损失巨大，但是它有可能更惨。

因此对于基金本身来说，主权财富基金投资已经具有喜忧参半的结果。随着金融机构的进一步恶化，大部分基金都泡汤了。2008年八九月份，金融公司到达一个转折点，主权财富基金无处可见。这些基金不是舔舐伤口，而是着手不同领域的投资。例如，2008年9月的一个星期，主权财富基金阿布扎比出价3.54亿美元注资曼联球队并宣布将向好莱坞、宝莱坞和娱乐业投资10亿美元。因此主权财富基金依旧很活跃，尽管过去一年里的损失让它们变得十分谨慎。虽说以更加平稳和更加缓慢的速度发展，但是它们的投资可能将继续下去。达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃斯峰会说明了这点。主权财富基金成为2008年秘密会议上的主角和争议的焦点，但是到了2009年，由于金融危机和巨大损失，其出现变得哑然无声。

个别国家仍然是重要的主权资产持有人，这些基金将继续保持着投资力量。最终其数万亿美元的资金将开始流入金融机构以外的其他行业和投资。例如，中国铝业股份有限公司，众所周知的中国国家控股的中国铝业，2008年联合美国铝业公司宣布购买澳大利亚矿业巨头力拓总价140亿美元的股份。此次投资是在必和必拓出价并购力拓期间进行的，普遍视为是中铝为加强其铝制品厂的原料供应而做出的一个举措。一方面，这是一桩商品繁荣的交易；但是另一方面，从短期来看，中国将损失不少钱。虽然如此，此桩生意显示了主权财富基金投资的潜在方向。这些基金服从更大的国家战略利益，除了目前的被动股权之外它们将转向更大规模的采购。2009年2月，中铝打算追加195亿美元投资力拓，通过以合资的身份购买力拓123亿美元的矿业资产和72亿美元的可转换债权。第二次投资在澳大利亚公众对中国过度投资本国主要资产的恐慌和哗然中夭折。但是中铝的第一次投资仍然是中国迄今为止最大的一次对外投资交易。

基于其出身，主权财富基金也有责任更加专业化。中东的基金倾向于能平衡其石油驱动型的石油化工和相关领域的投资。与此同时，中国和其他出口国的主权财富基金则青睐于加强其供应链和发展本国的金融、技术专长。投资基金也是资本的提供者和安排者，不同点可能在于它们是否在本质上变得更加接近投资银行。对于一些较大的基金来说，这可能确有发生。然而，为了提供快速、固定的资本基金，它需要时间为这些基金构建必要的专业知识和技术设备。这一进程可能由于基金投资造成的损失和资助本国下滑经济的短期需要而进一步放缓。实际上，对于少数基金来说，一些商品驱动型和贸易驱动型经济的减速有可能减少了主权财富的“问题”，因为这些实体由于国内的用途而变得空虚。

2007年和2008年的疯狂冲刺带给投资银行家和律师们的是反应过度，但是其中一些基金仍然徘徊于是在美国还是在其他地方进行战略性投资的选择上。最近两年的经验表明，他们将通过投资或内部招聘继续寻找投资的专业人士。2009年2月，淡马锡委任全球矿业公司必和必拓前首席执行官美国人顾之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博代替新加坡籍的现任首席执行官担任淡马锡首席执行官一职。主权财富基金也将扮演一个从属而不是主要的角色，进行小规模的投资和促进较大规模的投资。这些基金这样做，是力求保证最低回报率，以确保金融危机期间的失败不再重演。鉴于过去一年半里私募股权公司下属银行所遭遇的困难，这可能是私募股权公司培育的一个来源。事实上，对于利用本土资源和当地影响力来主宰市场的私募股权基金来说，主权财富基金有可能成为其当地有力的竞争者。

不过，主权财富基金通常是年轻的并由政府控制的，这就让投资者担心当这些基金被认为过于政治化的时候，有可能会撤回资本。例如，陶氏化学和科威特国有石化工业公司原本打算成立合资的石化公司，2008年12月，科威特政府决定终止此项174亿美元的投资，这让陶氏变得焦头烂额。科威特政府迫于国内的政治压力中途退出这次合资计划。这种公开的政治决策类型伤害了主权财富基金，但也显示了其可能调控和分化的参数。

主权财富基金问题

2007～2008年主权财富基金投资引起巨大的公众争议。诬陷者强调这些不是出于经济目的的基金投资的风险。而且，主权财富基金利用其基金和投资，以公开的或是秘密的行动来反对西方利益。或者，主权财富基金在有违西方工商业的情况下出于经济目的投资。这里，令人焦虑的是主权财富基金将利用其在美国和欧洲公司的所有权权益向本国引入资金和有价值的技术。换句话说，它们将偷盗我们的秘密。尽管有这些担忧，但是还没有任何具体证据能够证明此事的发生。就这一点，关于主权财富基金的担心似乎很简单，不过担心可能是有根据的。

也许是过激反应的指向，公众对主权财富基金激增的反应同其他大规模在美国的外国投资热潮是一样的。20世纪80年代，要数日本了。担心日本及其在美国不断增长的投资，将威胁美国经济的福祉。像史蒂夫·福布斯，失利的总统候选人以及《福布斯》杂志的出版商，还有莱斯特·瑟罗，当时麻省理工学院斯隆管理学院的院长，这些人掀起了公众的恐慌。其结果是加强国家安全投资法和强行限制与日本有关的贸易契约及配额的多样性。这种担心被证明是过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度膨胀的，20世纪90年代，日本遭受了本国的经济崩溃。因此，它成就了迈克尔·基顿最有名的电影之一——《打工好汉》。该电影讲述了一家日本公司控制一间美国汽车工厂的故事。在这部电影里，日本人被描绘成寻求标准的美国文化的友好人士。但是随着20世纪80年代的推移，公众的情绪发生了改变。1992年麦克·克莱顿的小说及同名电影《旭日追凶》将日本人描述成险恶的、企图接管美国的样子。

对主权财富基金的恐惧似乎受到仇外心理的影响，比如反对日本投资的行为。这一反应无疑是来自对中国经济的崛起和中东国家不断增长的实力的普遍担忧。虽说是为主权财富基金辩护，但是它们的投资确实为西方国家提供了实实在在的利益。资本投资是件好事。在镀金时代，美国铁路和工业经济有很大一部分都是和英国基金合作的。

就主权财富基金来说，它们在美国的投资有将其资金循环到美国的优点。当美国从其他国家购买便宜的进口货物和商品时，它继续拥有世界最大的贸易逆差。所以，至少这种投资让资金在短期内重新回到美国并有希望缩小贸易逆差。而且，在这些特别困难的时候，想在信用稀缺的世界重新开始美国的经济，外国资本尤为必要。暂且不计其负面影响，主权财富基金为进一步发展经济提供了资金来源。

关键是如何平衡对资金的渴望和围绕着主权财富基金的或真或假的恐惧这两种情绪。主权财富基金必然会导致某种麻烦，这有可能是真的，但是潜在的恶作剧也是有的。恰当的谨慎措施将推动合理规范的必要性，但是也在引资和对其适当调节之间制造了紧张局势。因此阿拉伯联合酋长国的主权财富基金主席，苏丹·艾哈迈德·本·苏拉耶姆，对英国广播公司说：“我们是投资者，想上哪就去哪。如果你们压榨我们，我们就去别处。”苏丹的声明很是讽刺，因为这些国家，包括他自己的国家在内，都在自己的一亩三分地规范和限制外国投资。因此，这点具有有效性。监管不但必须得当，而且不可以不恰当地将资本推向管制较少的地方。

2008年，主权财富基金的争议和规范投资都集中在治理上。这些基金大多由不大清楚其透明度的政府经营。这些基金很大程度上从历史侧面反映了此种行为，持有基金和私有化的投资目标。它们是资金的黑池。例如，主权财富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金研究所按1～10分的档次发布每只基金的透明度指数[⊖]排名。沙特阿拉伯主权财富基金获得一个2分，当你看评分制度的时候，你会十分挠头：公开其总公司办公地址和联系方式，如电话和传真，可得1分。而且，8分才被认为具有足够的透明度。阿塞拜疆的一只基金是获得如此高分的唯一一只非西方基金。

在当时，这也许是对这些实体关心的最合情合理的来源。为了应对这些治理问题，美国和其他西方国家侧重于架设自愿行为准则，以确保主权财富基金的公开和专业性投资。促使基金接受这些准则，主要想将其转化成不受自主权控制和政治压力影响的专业投资机构。其次要影响为，可以确保其投资是合法的，是以经济为基础的。

2007年秋季，欧盟私下发行的义务准则草案，国际货币基金组织在美国、德国、意大利、日本、英国、法国和加拿大的要求下，带头将此准则引入国际轨道。2008年9月2日，国际货币基金组织通过主权财富基金国际工作小组宣布，在智利首都圣地亚哥已同包括中国、科威特、卡塔尔、俄罗斯和阿拉伯联合酋长国在内的26个国家达成了有关自愿准则的协议。这一准则被称为圣地亚哥原则，其24项原则涵盖了透明度、治理和问责制三大方面。该准则是仿照挪威基金公开的做法，要求披露和报告投资的回报、投资目的的透明度、出于经济目的而不是政治目的的投资以及有效的运营。

然而，这项自愿准则存在很多问题。第一个问题就是定义。什么是主权财富基金？人们普遍认为它是国家或地方控制的以投资为目的的一大笔钱，如阿布扎比的8 750亿美元的投资。圣地亚哥原则同样将主权财富基金定义为“由政府掌握的，特殊目的的投资基金或合约”。但是这种定义不包括像中铝这样的国有控股公司。总而言之，资本可以轻松地被转移，许多主权财富基金都拥有庞大的国有工业综合体，国家只能向这种企业重新分配这笔资金，从而避免甚至是应用这些原则。而且，对于这些国家控制的工业公司来说，非经济的或是不当的战略投资问题同样层出不穷。

自愿准则的另一个问题是它的自愿性。同意圣地亚哥原则的政府公开发表

⊖ 主权财富基金透明度指数由10项指标构成，符合1项指标则得1分。指标主要包括：主权财富基金是否公布成立目的、初始资金来源及所有权结构，是否及时发布年度审计报告，股权结构及地域分布，投资组合的市价、回报及管理层薪酬，是否清晰公布投资策略及投资目标，若适用，基金应明确外部管理人等。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声明，它们将遵守以前在实践中似乎被公然漠视的守则和条约。西方世界真的希望这些政府能遵守行为准则，或是如果太严厉的话也能继续投资吗？这里，我们只需要重新审阅圣地亚哥原则。该自愿准则37次使用了“应该”这一短语，包括这样一项要求“应该有明确的和公开披露的政策、规则、程序，或与主权财富基金相关的投资、撤资和运营的一般方法。”从理论上说，这可能听起来不错，但从实践的角度，西方国家正冒险放弃很多事情，包括重新认识这些基金的独一无二的问题，以及和法律相关的更直接的规程。

然而所有这些都引出一个问题。任何准则或是提出的解决方案都在陈述的真正问题是什么？有可能是对外国投资的跟踪、监督并且施加安全措施，以保证没有不当行为的存在。如果是这样的，一个行为规范自愿与否，可能都没什么必要，至少在美国是这样的。在美国，我们已经有这种体系的基本元素存在，这一基石是CFIUS批准的。CFIUS就是美国外国投资委员会，是由美国财长担任主席的一个跨部门的委员会。它负责管理《埃克森-弗罗里奥修正案》。这项法律赋予美国总统有阻止或暂停国外企业的合并、兼并或收购的权利，如果有“可信的证据”证明“外国控股行为可能威胁到国家安全”，而就此问题，现行的规定法律没有为总统提供充分而适当的权利来保护国家安全，总统会将此审查过程交给美国外国投资委员会。

针对1987年日本电子公司富士通有限公司企图兼并费尔柴尔德半导体公司，1988年颁布了此项法案。再次回溯到20世纪80年代，当时整日对日本提心吊胆。国会通过了《埃克森-弗罗里奥修正案》来回击这种威胁。2007年7月，国会通过了《外国情报监督法案修正案》。《外国情报监督法案修正案》进一步加强了美国外国投资委员会的审查过程并加入了重大基础设施的国家安全审查和政府控制交易的因素。例如，迪拜港口并购英国铁行集团，引发政治争论和国会的强烈反对，从而导致迪拜港口终止此次收购中的美国部分。

问题在于，2007年7月以前，主权财富基金还没有提到国会的议程上来。2007年的修正案很大程度上解决了外国控股企业收购美国公司控股权的问题。但是，《埃克森-弗罗里奥修正案》的审查过程只能应用于“控股”的并购。对于控制没有限定，但是根据安全法普遍认为是低于10%或是更多投票权股。正因为如此，主权财富基金在2007年和2008年的这轮投资计划都是低于这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门槛的；并且各方都企图回避美国外国投资委员会的审查。针对这一点，美国外国投资委员会于2008年11月颁布了新规定，软硬兼施地提出即使是10%或是更低，都有可能引发美国外国投资委员会的审查。

由商务部制定的美国外国投资委员会的审查过程连同其他外国投资报告的要求带来了一团糟，它给由外国政府控制的主权财富基金和投资强行增加了监管负担。自愿准则在很大程度上构建了一个具有清除监督和跟踪功能的体系。这一监管体系，看上去好像比自愿行为准则更有效。其手段为，在美国外国投资委员会的处理过程中设定正确的审查水平以确保其跟踪和监管这些投资。

鉴于主权财富基金尚未出现任何重大损失这一事实，现行方案看上去十分正确。实际上，迄今为止其2007年和2008年的投资都在大幅度贴补美国公司，因为这些基金为它们的投资超额付出。2008年10月是个明显的转折点，美国财政部副部长罗伯特·金米特出访中东，其实际目的是为资本缩水的美国公司进一步寻求主权财富基金的投资。金米特此行反映了金融危机时期绝望的美国人对这笔资金的渴望。

而且，就主权财富基金在公开的政治基础上的所作所为而言，就像科威特政府处理陶氏化学公司那样，它们冒险转让那些寻求投资的公司，这将为它们的行为提供一个尽管不复杂但却很审慎的检查。对于主权财富基金来说，仍然存在着令人头痛的方面，缺乏透明度是最为突出的一点。这些问题，尽管能通过美国外国投资委员会和商务部的审查过程中的数据采集来解决。在这些情况下，自愿准则当然会带来很多收益，应该给予重视并加以推进，否则只能期待得到真正监管程序的支持。实际上，自愿行为准则的重要作用可能在于防止反弹。西方政治领导人在赢利、避免专制、非经济立法方面显示了其政策连续性。

这些基金实施的软实力依然存在着问题。因为主权财富基金是典型的被动投资者，所以管理可能有助于投资。对于管理来说，主权财富基金投资因而更容易被接受，因为它加强了实力。如前所述，这一监管体系确实解决了这类实力问题，这也是金融危机期间主权财富基金做出的典型投资。然而，如第7章所述，这些软实力问题和正常规定的投资以及更为公开的政府养老金计划投资同时出现。因此，这个问题可能是无法回避的，也许由对冲基金带给其他机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股东的压力能缓和这个问题，就这点而言，最好是有一个稳定的监管过程。随着时光的推移，届时就能证明对主权财富基金更多的限制是否有必要。尤其是，由于国家和基金本身的问题，此监管过程可能会有起伏变化。挪威主权财富基金是否需要和中国基金一样的监督，这确实是个疑问。

同时，透视观察这个问题对双方来说都是一个重要的学习过程。随着基金的发展，我们将毫无疑问地接受更多有关其在运作、目标甚至是投资技巧方面的信息。我们将主动这样做，不会出现更多的攻击性手段。再就是提供一个框架刺激基金在美国的正确投资。相互地，主权财富基金对于精确的回报率的需要，也将促使其自然而然地发展行为准则之外的结构和政策以指导其财富的增长。在美国和欧洲，一个稳定的监管和公开过程将推动其向正确的方向发展。在未来，随着主权财富基金投资的发展和越来越专业，围绕着外国投资总体正确性的主权财富问题有可能被不断节略。

美国外国投资委员会和外国投资

主权财富基金的争议是由于近5年来持续的外国投资而引发的最新争议。2007年，非美国的买家在美国创造了3 656亿美元的收购，占全美收购的23%。甚至在经济下滑的2008年，非美国买家完成了2 891亿美元的收购，占全美收购的29%。这组数据显示了从2002年的730亿美元的非美国买家收购到现在的明显增长。在此期间，外国并购美国的有名案例不胜枚举，其中包括2008年英博啤酒集团恶意报价（hostile offer）520亿美元收购美国的百威公司、2007年沙特基础工业公司以116亿美元收购通用电气塑料以及2007年法国传媒巨头维望迪以98亿美元收购美国动视有限公司。

导致非美国企业收购增长的原因很多：在此期间，美元贬值，对于外国买家来说无疑是天上掉馅饼的好事；中东、中国以及意大利、巴西和俄罗斯等国的国家工业化在当地产生了许多倾向于向美国扩张的重量级合资企业；经济全球化和跨国合资公司的产生，导致更多跨境收购。作为利益制造中心的美国一直突显其重要性，这将吸引资本流入（见图5-2）。这些外力合起来就促进了外国直接投资在美国的增长，这有可能标志着美国在交易市场上将长期依赖外国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者。金融危机加剧了这种依赖性，不仅是由于美国对资金的需要，而且作为全球投资的避风港，其状况也是可想而知的。

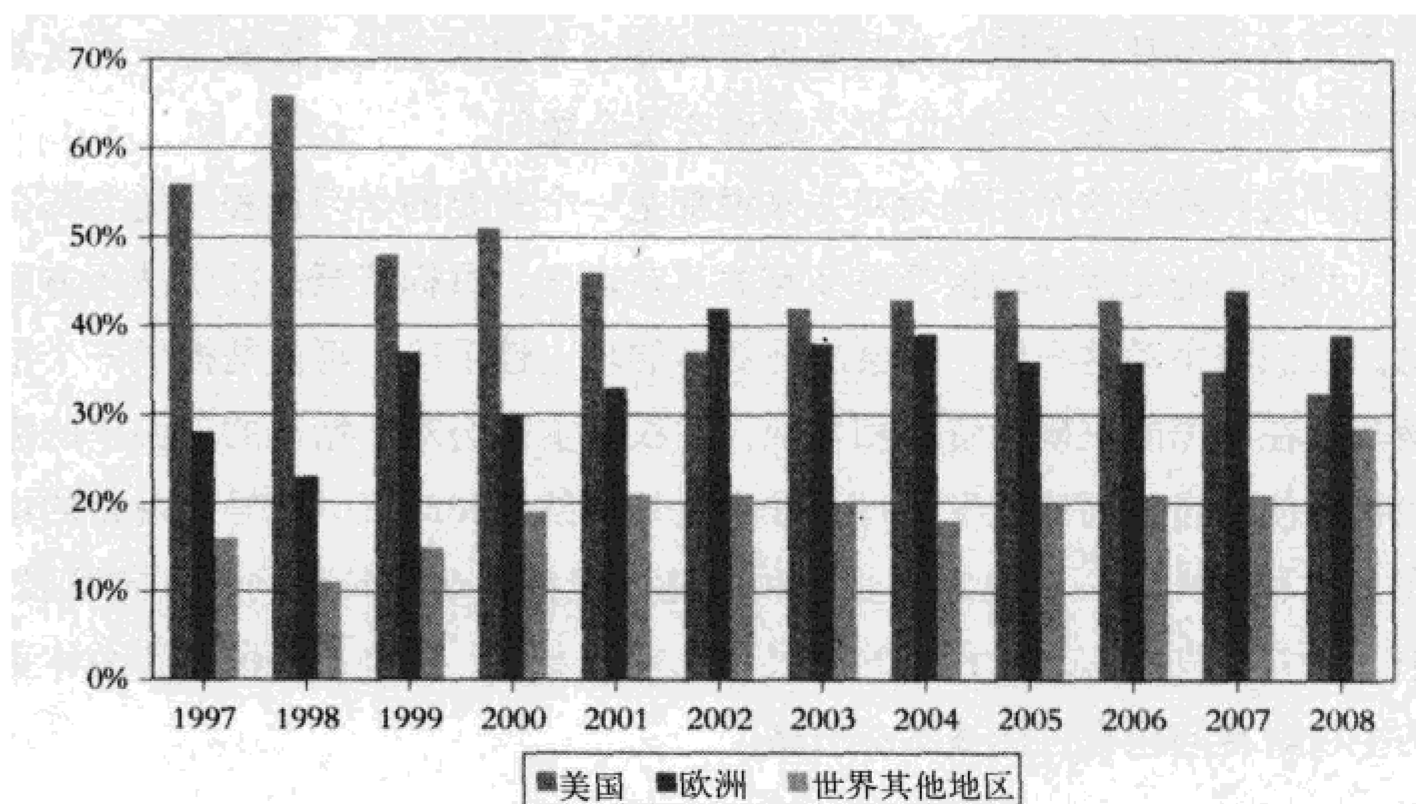


图5-2 1997～2008年间全球并购业务量

资料来源：汤姆森·路透。

虽然有金砖四国和中东国家的崛起，但是外国资本很大部分还是来自发达国家。2008年，10个最大买家中有6个来自欧洲。其他4个分别为日本、以色列、加拿大和印度。最大的买主是比利时，由于英博啤酒集团的交易；第二大是瑞士。具有讽刺意味的是，日本在2008年表现得尤为贪得无厌，收购了价值360亿美元的美国公司，包括3起恶意出标。然而，在外国投资名单中，最大的非西方买家却是花50.2亿美元用于收购的印度。值得注意的是，中国不在这10大买家之中，但是却以132.3亿美元的收购价值成为美国收购基金的第4大持有者。然而，非西方世界的收购还处于胚胎期，由于其工业化的增长，当经济恢复至正常水平时，对于美国收购者来说它们有可能成为非美国的发达地区（见图5-3）。

此项投资就像主权财富基金一样引起公众的强烈抗议。最严重的抗议似乎出现在2006年，当时英国的半岛东方蒸汽船航海公司同意由阿拉伯联合酋长国控制的迪拜世界港公司收购。半岛东方蒸汽船航海公司还提供了包括纽约、新泽西和新奥尔兰在内的20多个美国港口的长期服务合同。这次交易最初没有引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起任何关注。美国外国投资委员会在其正常的审查中没有延长该过程，明确交代了此次交易。然而，根据新的经营，迪拜港潜在的生意伙伴Eller&Company却反对此次交易并开始游说国会。不久，以纽约州参议员舒克·斯库莫为首的人们开始公开质疑此次交易时，风暴终于爆发了，他们声称这次交易会有损美国安全。2006年3月8日，众议院拨款委员会以62：2的投票阻止了该项交易。迪拜港最终放弃并发表声明，它将把这些港口卖给“美国企业”，后来成为美国国际集团的管理资产。

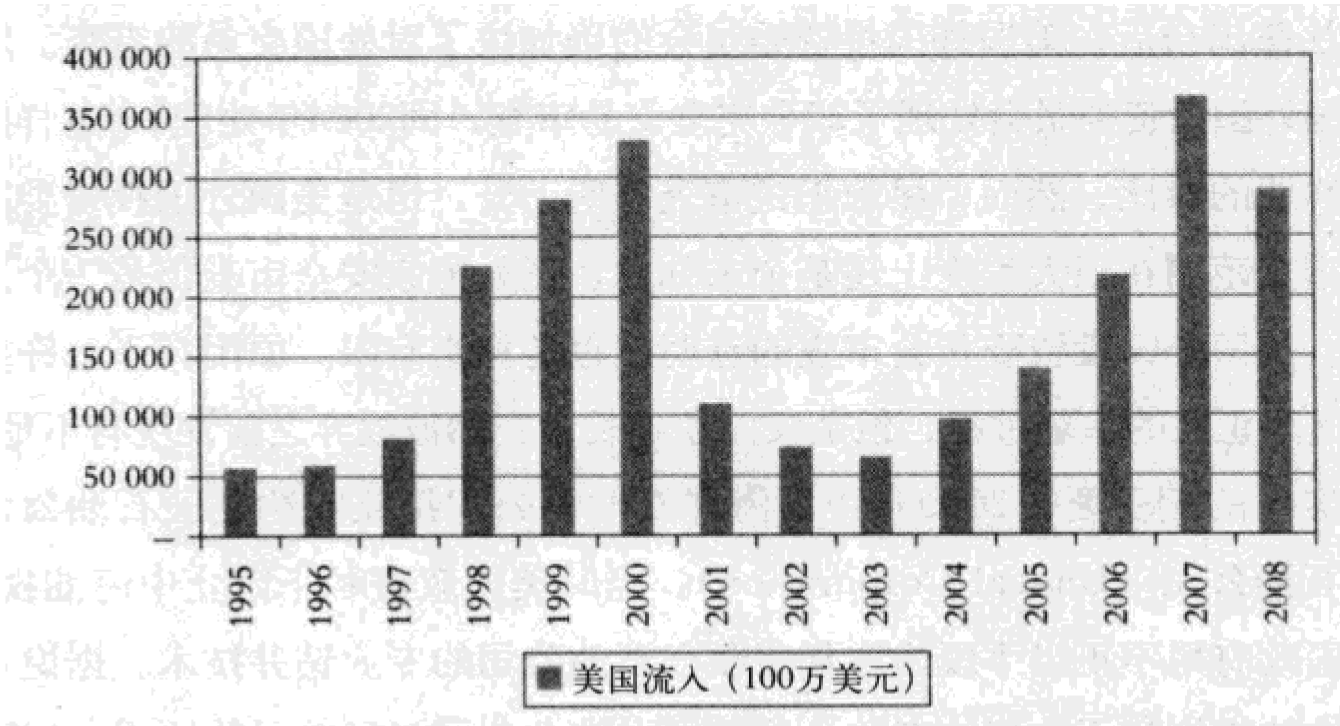


图5-3 1995～2008年间非美国买家并购美国目标公司（以百万美元为单位）

资料来源：汤姆森·路透。

这一争端令人费解：迪拜港将收购一家在美国有港口经营的公司，迪拜港的总部位于阿拉伯联合酋长国，这是美国在中东最强大的盟友之一。当时对迪拜港代表的电视访谈显示出了它们的挫败，但其对手的弦外之音也是不言自明的：中东国家可能允许某些类型的武器偷运到美国，迪拜港不能百分之百的信任。这里，这种担忧似乎是夸大不实的，因为根据事实，阿拉伯联合酋长国经常互惠性地允许美国军队使用其所辖地区。

国会赢得了反对迪拜港收购的胜利，保住了国家安全和外国并购的利益。国会将注意力转向了《埃克森–弗罗里奥修正案》。2007年2月28日，美国众议院以全票423票通过了《外国情报监视法修正案》。毕竟，谁会反对加强国家安全呢？正如已经提到的，此法案加强了国会对审查过程的督查，任何由外国政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府拥有或控制交易的收购方企业一律由美国外国投资委员会托管审查，同时扩大了潜在的审查范围。

该法案仍然是相对温和的，它只是稍微加强了美国对外国投资的监督。然而，真正的检验还在于实施。围绕国会决议的浮夸之词破坏了外国投资的氛围，尽管实际上美国公司是外国投资中更大的受益者。2008年，在非美国国家收购中，美国公司创造了1 894亿美元的价值，大大低于外国公司在美国的收购，价值2 891亿美元。

新法律出台后，美国外国投资委员会的确加快了对外国交易的审查。2008年，美国外国投资委员会处理了22个完全交易审查，同2004年处理2个这样的审查形成鲜明的对比。然而，尽管正式审查有所上升，但是美国外国投资委员会的真正审查范围在很大程度上还是个未知数，正如国家安全审查仍是一个黑暗的世界，美国外国投资委员会审查的透明度也是相当有限。原因在于，许多交易没有进入正式的审查过程，但是反而在延长审查和被放弃之前发现有不足。

最突出的例子要数2005年中国海洋石油总公司拟议收购美国石油公司加州联合石油公司（Unocal Corporation）。当时美国政府私下阻止中海油投标，指责中国政府用不正当手段偷取加州联合石油公司的专业钻井技术。据说这正是中海油的报价高于中标的竞购公司美国雪佛龙公司21亿美元的原因，同时还因为加州联合石油公司的绝大多数石油资产都在美国本土之外。中海油甚至从未有机会向美国外国投资委员会自我申辩，公平地讲，它的标价并不像媒体为引导公众相信而做出的那么确切。

美国外国投资委员会日益增长的作用强调了公共关系和媒体在交易上的重要性，尤其是那些调整性成分。现代唯一的有关例子要数2007年9月28日，美国贝恩资本联手中国华为技术有限公司宣布并购美国3Com公司。交易宣布当天，在与首席执行官埃德加·麦斯里的电话会议中，一位分析师询问关于华为在投资中的份额。麦斯里非但没有回答这个问题，还拒绝告知该交易在美国外国投资委员会的审查过程顺利与否。虽然该信息后来被公开，但是3Com公司不会公开该交易的审查状况，也不会公开收购后华为在公司的经营权。

对于3Com公司来说不幸的是，3Com公司申请时忽略了交易前要事先征求美国政府的意见。美国政府在审查时犹豫不决，2008年2月20日，3Com公司宣

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布其议定买方贝恩资本与华为决定撤销为收购而递交给美国外国投资委员会的审查申请。双方随后终止收购协议。

2008年3月20日3Com公司也宣布打算向贝恩资本索要6 600万美元的反向终止费。3Com公司对贝恩资本的介入保持出奇的沉默，现在这种沉默也延伸到了收购协议中，其中规定，如果“美国联邦监管机构（这不是一个反垄断管理机构）通知贝恩资本或3Com公司或它们的代表，它打算采取行动以防止合并，那么贝恩资本和华为需要向3Com缴交6 600万美元的终止费。”大概，这意味着重拾《埃克森－弗罗里奥修正案》安全审查。然而，正是监管部门的批准让人不敢说出收购合同上的名字这一事实反映了3Com及其买家要为《埃克森－弗罗里奥修正案》审查过程长期保密。

贝恩资本因为该条款没有达到《埃克森－弗罗里奥修正案》的审查标准，而对该条款的适用性有异议，并且现在双方都就终止费问题提出起诉。最终，3Com公司的失败突出了交易中公共关系以及同政府的合作和早期交流的重要性。在此交易中，3Com表现的好像有什么难言之隐，国家安全机构对3Com的秘密行为反应很糟。3Com失败后，它更换毛渝南为新的CEO，具有讽刺意味的是，毛渝南宣布他打算以香港特区为基地来发展公司同中国内地的合作。毛渝南的重新布局说明了全球化时代封锁技术和专家是很困难的。

此外，3Com公司的失败证明了国家安全审查过程的政治本质。外国买家包括主权财富基金在内，都需要警惕监管现实和政治敏感度。贝恩资本和3Com的失误显示了获得政府青睐以及在早期过程中有政府在场的重要性。随着外国投资的增长，这些争议可能继续。但是，就今时今日7 000亿美元的援助来说，美国需要外国基金的支持。所以，公开抗议之声很可能被湮没在美国政府有限的干涉意愿中，同时会被认为是对投资充满恶意的。

一些国家将一直接受加强检查，然而，针对外国收购，虽然美国外国投资委员会的审查和美国公众的抗议已经聚焦在非西方买家身上，但是欧洲的盟友和其他西方国家也同样未能幸免。例如，美国外国投资委员会广加限制法国电讯公司阿尔卡特收购朗讯科技公司的审查条件。

3Com和贝恩资本的审查过程体现了主权财富基金和外国投资者之间的模糊差别，暗示两者之间的不同可能被夸大了。如果主权财富基金真的变得更像

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资银行并且成为资本提供者，那么这一切可能会发生改变。但是现在，这只是一个潜在的尚未蓬勃发展的状态。结果是投资起源的裁判权有可能一直比资本的形式更为重要。将来，这有可能在美国外国投资委员会的审查中被验证。

没有20世纪30年代的经济衰退浪潮，资本将一直朝着全球化的方向发展。外国投资只会增长，并成为更加重要的投资来源。这对于投资银行、律师以及其他所有具有全球性存在意义的人来说都是一件好事。它也将成为新的资本来源，有可能打破像银行融资这样的传统方式。未来有赖于美国的持续开放。至今还是“犹抱琵琶半遮面”的美国外国投资委员会的审查过程必须公开，让其过程清晰透明。只有这样做，美国外国投资委员会才能抵消美国推迟外国投资者在美国投资的行为。最终，美国做出选择，可以像法国那样，为保护其酸奶制造商达能集团不被外国买家收购而给予其“国家冠军”的荣誉，或是朝着更明智、更受人欢迎的方向发展。

这种选择受收购市场全球化增长的驱动。2008年，欧洲收购行为价值1.3万亿美元，领先于美国的1.08万亿美元。当年，亚洲收购行为价值5 020亿美元，比2007年只减少10%。同时，跨国收购一直是市场的重要组成部分。2004年，跨国收购达到5 890亿美元，2008年上升至1.14万亿美元，比2007年的1.79万亿美元下降了36.3%（见图5-4）。世界范围内的收购风潮将继续驱动跨国交易走向或远离美国。全球性的收购本质将成为未来几十年交易中的驱动力，特别是当更稳定的经济时期归来时。在这个动乱的时期，这种趋势应该得到鼓励。

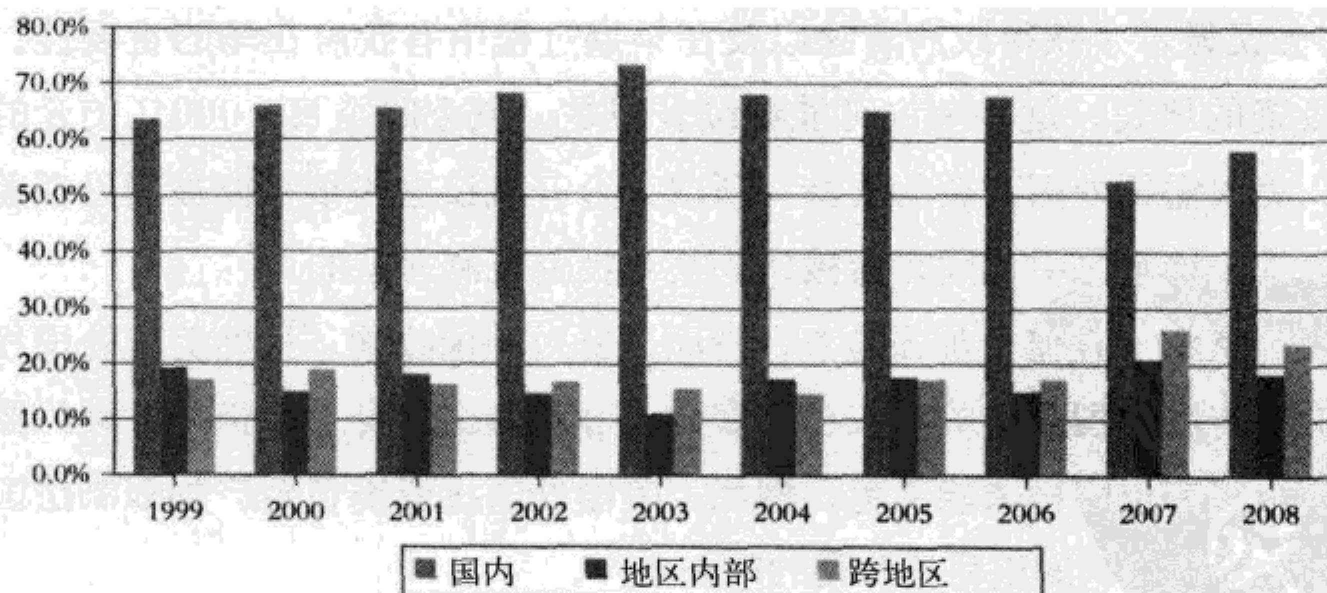


图5-4　1999～2008年间跨国交易行为

资料来源：摩根士丹利；汤姆森2008年金融数字（截至2008年4月30日）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章
Gods at War

贝尔斯登与道德风险原则

进入2008年3月，市场仍然深陷信贷危机中不能自拔。2007年12月～2008年2月期间，全球的金融机构采取了一次大规模的资本结构调整，共从投资者手中募集了1 551亿美元的新资本。主权财富基金是最大一类投资者，提供总额高达240亿美元的国内投资。股票市场交易一度接近其2007年秋季的顶峰。但相对稳定的股票市场掩盖了信贷市场的实情，原因是银行业在住房危机和抵押相关资产所造成的收支不平衡的重压下疲于奔命。与此同时，私人直接投资公司在确保预先达成的资金筹集计划以完成悬而未决的并购方面，也面临巨大压力。由于信贷匮乏，美国经济正在经历一场它在现代社会从没有过的情况：一场由信贷驱动而非股本驱动的市场调整。

在这一大背景下，3月10日那一周，贝尔斯登银行危机爆发了。它将成为金融衍生品投资者和整个金融衍生品投资行业历史性的、极其重要的一周。拯救贝尔斯登的行动，也将成为交易律师如何在法律许可的范围内，竭尽所能处理交易结构的经典案例。

拯救贝尔斯登

2007年3月的贝尔斯登投资银行的状况，完全可以用“困境”一词来形容，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

失利的态势十分明显。2007年，由该公司创立并建议参与次级贷相关资产的两家对冲基金破产。单单要解救其中的一只对冲基金，贝尔斯登就不得不投入32亿美元，这也使得市场参与者对投资银行卷入与次级贷相关的资产感到忧心忡忡。更为糟糕的是，贝尔斯登是五大投行中举债最多的一家，其债务股本比约为33:1。贝尔斯登被认为陷入次贷资产最深。2008年第四季度，该投行已经花费了19亿美元，以降低其在此类资产中的所有权。但传来的也不都是负面的消息，3月初，贝尔斯登的长期债业务尽管有所下滑，但仍被标准普尔评级为"投资级"。2008年的3月7日周五，贝尔斯登的股票以每股70.08美元报收，虽然较2007年1月其顶峰时的171.51美元相去甚远，但市场并未预言其倒闭。

3月10日的那周改变了一切。在这一周，贝尔斯登的好运终于到头了。但这也以一种难以置信的方式，解释了公众的信任对任何一家金融机构生存的重要性。在那周的5个工作日里，恐慌的情绪席卷了华尔街。开始，有谣言质疑贝尔斯登的资金偿还能力，其最终结果是华尔街投资银行领导集团成员之一的贝尔斯登突然倒闭。这样的失败在接下来的9月份并不稀奇，但在当时却非比寻常。

事情开始于周一，坊间传言一家主要投行拒绝了贝尔斯登一项20亿美元的标准回购贷款。由此，关于贝尔斯登陷入财政困难的传言越来越多。交易对手在和贝尔斯登做买卖时，开始变得谨慎，提出要首先对之前和以后的交易提供附属担保。

对冲基金等资产管理机构开始将投资向其他金融机构转移。贝尔斯登不得不召开新闻发布会，做出声明："当前市场上关于资金流动性的谣言，完全没有事实根据。"尽管如此，市场对于贝尔斯登的状况仍持怀疑态度，该公司债务的信用违约互换交易急剧上升，每1 000万美元10年期债务的信用违约互换甚至逼近100多万美元的程度。

关于贝尔斯登陷入险境的传言在周二仍在继续扩散。市场交易者得到小道消息，对冲基金和其他机构交易者持续与该公司取消交易并撤出资产。该公司的信用违约互换市场的关闭也是一个不祥的预兆。没人愿意担保贝尔斯登不会破产。公司的管理层意识到了危险，并试图反击。艾伦·施瓦茨，这位公司新任命的CEO，在CNBC的电视画面上露面。他此举的目的，就是要给贝尔斯登

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饱受流动性问题之苦的谣言降降温。

在一次交谈中，CNBC的主持人大卫·法柏向艾伦·施瓦茨询问有关交易对手风险的情况以及高盛不愿和贝尔斯登交易的传言。施瓦茨回答说："市场上从来都是变化万千，我们和市场上的各家主要商人和交易对手都保持联络，并没有发现有人不拿我们的信用当回事的，我们的流动性一如既往，我们的资产负债表也没有问题。"

这次谈话，后来被看做贝尔斯登遭受的第一次公开致命打击。银行靠信用和信心运营，而法柏的话被看做公开使市场向着缺乏信心的方向转变，但把贝尔斯登的倒闭归咎于法柏此时的问话也是不公平的。当时谣言四起，山雨欲来。贝尔斯登正好处于这种危险的境地。到了周四，贝尔斯登的一切就都完了。谣言满天飞，交易者全都拒绝和贝尔斯登做买卖，尤其是对冲基金持续不断地冲向银行提取基金。单是萧氏企业一家对冲基金就提取了50亿美元的现金。更加危险的是，贝尔斯登每天要消耗大概750亿美元才能正常运作。这些基金只能通过短期回购市场募集，用贝尔斯登的抵押资产来换取资金流动性。而周四的上午，在要募集的750亿美元中，资金缺口达到了200亿美元。

时至周四晚间，贝尔斯登的现金储备从上一周的183亿美元下降到了59亿美元，此时它还欠花旗集团24亿美元。看起来，第二天能从回购市场募集的现金将无可避免地下降得更严重。快速下降的现金流表明贝尔斯登动用大宗经纪账户（即对冲基金存款）和每天通过短期回购市场来获得流动性的举动有多危险。那些老练狡猾的客户和借款人可能随时抽走现金。而当这些发生的时候，贝尔斯登在周四得出结论，如果没有外界的帮助，他们只能在第二天申请破产。贝尔斯登经历的是一场典型的由回购市场崩溃和大宗经纪账户逃离导致的银行挤兑风潮。

收盘后，施瓦茨联系了摩根大通的CEO杰米·戴蒙和时任纽约联邦储备银行行长的蒂莫西·盖特纳。施瓦茨带来的消息很严峻：除非有人能抛来救命绳索，否则第二天一早，贝尔斯登将失去偿还能力。面对贝尔斯登突然破产以及由此引发的金融市场震荡，联邦储备银行连夜做出决定，从摩根大通抽出300亿美元，为贝尔斯登提供为期28天的贷款保证。

联邦储备别无选择。当时市场正处于波动中，贝尔斯登的突然倒闭，很有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能产生连锁反应，引起一轮金融机构倒闭的狂潮。贝尔斯登得救，此时它有28天时间另外再寻生路。另外，市场也会认为，贝尔斯登的窘境可以通过对持股人有利的方式获得解决。这周五，贝尔斯登的股票以30美元每股报收。

这种做法在政治上与美国前财政部长亨利·保尔森的主张相左。而且，周五贝尔斯登的财政状况看起来也开始不稳。根据盖特纳的说法，挤兑风潮甚至加速了。周五傍晚，施瓦茨收到保尔森和盖特纳的通知说，联邦政府将在72小时后终止贷款保证，让贝尔斯登自谋出路，否则只能宣布破产。政府对贝尔斯登政策大转弯的原因至今仍不太明朗，他们仍顽固地声称是贝尔斯登的状况持续恶化造成的。但政府的下一步行动却清楚得多，很明显，它已经为贝尔斯登找好了买主。

有希望的竞标对手主要有两家：摩根大通和一个由私人直接投资公司弗劳尔斯领导的国际财团。无论是联邦政府还是财政部，都积极组织这次并购但却无力提供200亿美元的财政援助。弗劳尔斯公司为并购开出的条件，基本上没有成功的希望。另一方面，财政部极力促使摩根大通尽可能低地出价。贝尔斯登周五的股票以每股30美元报收，周一则是每股70美元报收。美国财政部副部长罗伯特·斯蒂尔后来证实说，前财长保尔森敦促以低价收购，以避免未来有金融机构冒道德风险。

摩根大通有巨大的影响力，而保尔森故意要摩根大通低价收购。最终报出的每股收购价格低得惊人。摩根大通同意，以每股2美元的价格，收购一家前一年还卖到每股172美元的公司的股票。联邦储备银行也同意为贝尔斯登提供300亿美元的债务担保。联邦政府的补助，是赤裸裸地将财富向摩根大通的股东转移。这周一，在大盘下跌的情况下，摩根大通的股票到收盘时上涨了10%。股价的上涨，使公司的市值净增了120亿美元。这就是摩根大通通过收购在市场上赚钱的手法。

善于回顾历史的人，会发现这次交易与古德巴迪的例子何其相似。1970年，美林公司作为华尔街最大的银行，被选中以1 500万美元的价格接管古德巴迪公司。在此交易中，美林公司要求华尔街提供3 000万美元的支持，最终获得了这笔资金，并在古德巴迪的经纪业务中获得巨大利益。此次，联邦储备银行再次出手，让市场领先的公司获益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场对于这次紧急财政援助的用意爆发了激烈的争吵，许多人对给予贝尔斯登极低的收购价颇多非议。也有人批评援救贝尔斯登的做法，坚信应该让它倒闭。然而最使交易观察家们关注的不是价格，而是成交的条款。这周末，摩根大通的律师事务所——沃切尔律师事务所设计出了一套很特别的并购方案，以保证交易顺利完成。

摩根大通和它的律师们试图解决两个问题：首先，收购价格太低，贝尔斯登的股东们很可能会奋起反击，选择使其倒闭。其次，贝尔斯登的员工们很可能不欢迎遭到接管，因此在交易完成前，要对其严加看管。沃切尔律师事务所谈判达成的协议已经挑战了法律的极限，远远超越了特拉华州法律中保护交易的条款。协议中有确保贝尔斯登无法逃脱摩根大通掌控的内容，但这些条款很快就被证明对贝尔斯登更加有利。

摩根大通的天罗地网

并购协议使得贝尔斯登在并购结束前，都处于摩根大通的严密掌控中。它使得摩根大通在合理的范围内，具有决定贝尔斯登业务方向的权利，对贝尔斯登副总裁及以上职位的招聘、提职和解职方面拥有否决权。这可非比寻常。典型的并购协议包含对该公司有消极性管制的权利。举例来说，一个典型的并购协议，包括防止目标公司出售实物资产或宣布不正常分红的条款。但此类协议里很少有像摩根大通获得的积极性管制的权利。原因在于，这些条款很可能违反了特拉华州法，使得买家从贝尔斯登董事会那夺取了过分的控制权。贝尔斯登是按照特拉华州法律组建的，因此董事会同意并购的决定是否有效应由特拉华州法决定。

贝尔斯登力图挽回败局

特拉华州法要求，被并购公司的股东拥有投票权，因此并购协议要股东大会投票同意。而如果贝尔斯登的股东投反对票，并购协议要求公司重新设计一套并购条件，再次以每股2美元的价格向股东大会提交。这种限制为期一年，一直持续到2009年3月16日。除此以外，当出现更高竞价时，协议仅授权给董事会更改推荐的权利。贝尔斯登的董事会只能在一年以后终止该协议。摩根大通在贝尔斯登停止协议，接受更高竞价之前，有整整一年的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些条款确保摩根大通在贝尔斯登的股东投反对票的情况下，能一而再、再而三地大赚特赚。这是非常不正常的。在通常投反对票的情况下，被并购目标一般只需支付一笔终止费用，就可以结束并购。实际结果很可能仍然对贝尔斯登有利。协议使得贝尔斯登的股东们还有一年的时间来挽回对摩根大通的败局。理论上来讲，贝尔斯登的股东们可以不断地投反对票，直到贝尔斯登找到一个更好的选择，或者等公司和市场形势逐渐趋稳。

贝尔斯登的总部大楼

2001年，贝尔斯登在曼哈顿中心区建成了一座漂亮的47层高的新总部大楼，该楼被称为当年度最好的摩天大楼之一。根据协议，摩根大通获得授权，可以以11亿美元的价格收购贝尔斯登总部。这在抵押物出售中很普遍。戴那基公司在同意收购安然公司旗下的北部天然气公司和其一笔15亿美元的投资时，曾协商购买该公司的天然气管线。尽管安然公司最终因名誉问题而破产，戴那基因此逃过一劫，却仍然将北部天然气公司的管线收购执行到底。

摩根大通的买入选择权比戴那基的情况稍差，当收购结束或者当贝尔斯登董事会改变推荐，又或者当一年期满协议终止并有其他人出价时，摩根大通的买入选择权才可以获得执行。实际上，这是一个较弱的交易保护措施，只限在特定的情况下，才能付诸实施。如果贝尔斯登因为不愿以每股2美元的价格成交而投反对票，它仍能保留对大楼的所有权。

上不封顶的买入选择权

作为并购协议的附属连带部分，贝尔斯登授予摩根大通一项以每股2美元收购贝尔斯登19.9%股份的权利。之所以把收购股份比例控制在19.9%，是因为纽约证券交易所的312规则。该规则规定，在纽约证券交易所挂牌上市的公司在没有得到优先股股东许可的情况下，不得出售超过投票股20%的股票。

这种权利非同寻常。它最初以终止交易费的形式出现，但同时也取消了并购中的权益结合法。在此之前，实行如此大规模的派送选购权和股票，意味着在并购中，竞标者只能使用购买法，而非权益结合法。这是一种重要的止损措施，因为使用权益结合法表明买家不能将商誉从它的收益中摘除出去。权益结合法已经于2001年取消，但这种选购权仍然残留了下来，尤其是在银行交易中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是因为，此种选购权为买家提供了非现金的补偿形式，竞标人已经通过获得目标公司的股份的形式得到了补偿。

以贝尔斯登为例，它有可能存有现金，但选购权有其独一无二的特点。这是一个上不封顶的选购权。换句话说，一旦出现出价更高的竞标者，那么摩根大通收到的补偿可能永无止境。由此造成的费用支出，有可能超出特拉华州法庭规定的最高额3～4个百分点，在其他情形下，这将被认定为是一种不合适的交易保护措施。在派拉蒙诉美国购物频道QVC的案子中即是如此。

回购请求权

最终，摩根大通向贝尔斯登的股东们提出的是股权交易请求，而非现金交易。这样做，很可能是为了防止贝尔斯登的股东们利用特拉华州普通公司法的第262章节获得回购请求权[⊖]。回购请求权允许股东找到特拉华州法院，要求该法院独立地评估其股票的价值。无论法院评估的价值是高于或者低于买家提供的价格，股东都将接受。

如果摩根大通以现金的形式交易，这项权利可能有用，贝尔斯登的股东可能诉诸特拉华州法院以寻求对他们股票的合理定价。鉴于前期的价格如此低廉，摩根大通真的会面临贝尔斯登的股东通过回购请求权获得大额补偿的风险。此事也反映出回购请求权法令的一大弊端。仅仅通过修改对价方式，双方就取消了这项权利。因此，做出这样的规定毫无意义，只是被摩根大通利用以获得好处。

摩根大通能否中途退出

作为对这些交易保护措施的回应，贝尔斯登谈判中提出了一个同样把摩根大通拉下水的方案。并购协议中包含着一旦未来贝尔斯登情况恶化可以中途退出的条款，但却没有设立重大不利变化条款。除非贝尔斯登故意违背协议和保证书，否则摩根大通铁定要做出这笔交易了。

⊖ 异议股东股份回购请求权（the appraisal right of dissenters，又称股份评估权或股份收买请求权）渊源于普通法国家，该制度旨在公司结构发生重大变化时赋予异议股东在获得合理的补偿后退出结构业已发生重大变化的公司的权利。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔斯登的愤怒

在宣布交易情况之后，贝尔斯登的股东和雇员们称，政府不但强令贝尔斯登并入摩根大通，而且是以惩罚性的低价格这么做的。并购协议签署后两天，摩根大通的CEO杰米·戴蒙冒雨来到贝尔斯登总部，和备受伤害的贝尔斯登员工展开对话。《纽约时报》的兰登·托马斯和艾瑞克·戴什见证了这场交易：

> “在这个房间里的都是建立了这家公司并为之付出良多的人。”一位贝尔斯登的主管用愤怒的语气对戴蒙先生说，“你打算怎么弥补我们的创伤？”
>
> 满屋的高级经理们鼓掌赞同。
>
> 戴蒙先生谨慎地答道：“大家这么说，仿佛是我们犯下了过错，但其实不是。如果大家愿意留下，我会让大家满意。”
>
> 但贝尔斯登的员工并不满意。“我相信你来到我们这，并把这叫做‘合并’是很让人难堪的。”
>
> 这次，戴蒙先生沉默了。

这场辩论使得贝尔斯登错过了另一种选择，即政府的立场：破产。鉴于贝尔斯登的大量资产，问题在于贝尔斯登的持股人能否通过破产获得超过2美元每股的收益。对于拥有像厂房这类大量实体资产的工业企业来说，这是可能的。但贝尔斯登原则上讲，是一家经纪业务公司。经纪业务公司不能按照联邦破产法第11章中的有关规定，重组并继续保留经营企业的价值。相反，经纪公司被要求按照第7章的规定，可以出售其资产和流动性。这项规定设立的目的，是为了保护投资于经纪公司的证券持有人的利益。然而，此时却给贝尔斯登造成了极大的麻烦。在主要持股公司进入破产程序后，贝尔斯登不得不找到足够的现金以维持公司的运转，直到被出售，否则，将不得不卖掉资产。

因此，申请破产的选择变得比平常更加不确定。最终贝尔斯登决定不使用此项选择权，并宣传经营中的流动性不足，无法完成出售。实际上，后来有报道披露董事会的商议结果表明，只有贝尔斯登的前CEO詹姆斯·坎恩支持申请破产，并把这当成是对美国政府所作所为的一种惩罚。

但是另一股力量却开始起作用，并让贝尔斯登的股东们获益。沃切尔律师

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事务所设计的协议内容把贝尔斯登和摩根大通紧紧地绑在了一起，以阻止其脱身。这产生了非同寻常的结局。

摩根大通进退维谷

摩根大通的难题来自于并购协议中规定的它的保证和贝尔斯登股东投票权相互作用的结果。根据并购协议，贝尔斯登有一年的时间不必兑现交易内容。在此期间，它唯一的义务就是不停地召开股东大会以求批准并购。摩根大通此前做出了保证，要在这一期间，为贝尔斯登出现的债务提供援手。也就是说，即便遭到了贝尔斯登的拒绝，摩根大通也必须继续保证贝尔斯登逐渐增长的债务要求，直到交易终止为止。

这项条款允许贝尔斯登的股东在摩根大通的庇护下，寻找出价更高的买家，并继续安全的经营。尽管这项保证对交易终止后的债务不再负责，但已经比摩根大通和沃切尔律师事务所当初所设想的宽容了许多。

这是因为这项保证只有在贝尔斯登的董事会推荐内容发生改变时，才能相应地终止，而不会受到贝尔斯登股东投反对票的影响。保证书的语言描绘了这样一幅场景：贝尔斯登仍然可以接受报价，公司董事会建议股东拒绝第三方的报价，但仍然允许股东进入新的投标。因此，贝尔斯登董事会可以稳坐钓鱼台，等待股东否决协议一整年，然后当情况稳定下来，再寻求更好的交易买家。

很明显，在交易结果宣布后的一周时间里，摩根大通开始意识到这个问题，以及它无意中给贝尔斯登提供的选择权。其后一则关于戴蒙对沃切尔律师事务所谈下这样的条件"大为恼火"，正在寻求解决之道的新闻报道也证实了这一点。在公开场合，摩根大通却不这么说。他们坚称，摩根大通并购协议的不确定性会给贝尔斯登的流动性造成麻烦，因此之前的保证条件要有所收紧。无论怎样，《华尔街日报》描写了发生在戴蒙和贝尔斯登CEO艾伦·施瓦茨之间有关保证书的谈话：

> "难道你不明白，我们有麻烦了？"戴蒙先生向备受低价打击的施瓦茨先生问道。施瓦茨知道机会来了，"你说的什么意思，'我们'有麻烦了？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看起来保证书是有漏洞的。更主要的是，贝尔斯登的股东和员工们情绪激动。支持这项交易，对他们没有好处。摩根大通需要这些股东批准交易，而且更重要的是，需要保证贝尔斯登的员工能满意，否则这将极大地损害摩根大通收购到手的企业的价值。摩根大通还有一条退路，它有在合理的情况下指导贝尔斯登经营的权利。一旦交易出现崩溃的危险，它可以尝试利用此项权利防止贝尔斯登出现新的债务。根据特拉华州法律，这项权利很值得质疑，但摩根大通仍然有可能尝试。

可能出于安定贝尔斯登员工的目的，摩根大通决定不走这条路。相反，周末摩根大通同意将报价提高到10美元每股，这个问题也随之解决。利用这个时机，摩根大通重新安排并最终锁定了贝尔斯登。在这一过程中，摩根大通和沃切尔的律师们把特拉华州法律运用到了前所未有的极限。要理解这一点，就必须首先了解一下这些新的协议中都产生了哪些变化。

股权交换

交易中最具争议，也是改动最大的就是取消了原来的19.9%的股权收购，代之以股权互换协议。协议提出，摩根大通可以在事先不得到贝尔斯登股东许可的情况下，分得贝尔斯登股权的39.5%。作为交换，贝尔斯登将获得摩根大通的股份。摩根大通选择分配股份而不是支付现金，很可能是为了避免给贝尔斯登提供更多的流动性。此外，摩根大通给贝尔斯登提供的是无记名股票，不能在股票市场上出售以获得现金。

纽约股票交易所的上市规则手册312规则在此仍然适用，它要求贝尔斯登的持股人批准股权分配。但是在312规则下还有一项例外条款，即如果“股票持有人的批准行为出现拖延，将严重损害企业的财政生存能力。”据此，贝尔斯登把股权分配给了摩根大通。纽约证券交易所没有对贝尔斯登的要求提出异议，批准了此项例外条款。

39.5%的股权给摩根大通获得股东批准提供了极大的优势，但这次摩根大通不敢大意。3月24日，也就是双方在同意修改协议后的第二天，摩根大通在公开市场以每股12.24美元的价格收购了贝尔斯登1 150万股的股票。这占贝尔斯登全部股票的8.91%。在随后的投票中，摩根大通预先获得了贝尔斯登49.43%的股份。这意味着贝尔斯登股东投票的结果已成定局。无论如何，摩根大通在已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得的股份的基础上，只要再加0.57%的股票，这项收购就能获得通过。

摩根大通使用两个股权级来完成这次收购，其目的很可能是为了在法律程序方面获得诉讼地位。在欧慕尼凯公司和国家计算机系统私人有限公司的案子中，特拉华州最高法院以3票对2票的结果否决了一项已被锁定的交易。当时，法庭回顾了优尼科案，该案确立的原则是交易保护措施不应该具有排除性和强制性，而相对于受到的威胁，应该是合理的而且是适度的。特拉华州最高法庭认为，根据优尼科一案的标准，大约65%的股东投票同意收购，外加强制投票条款（该条款要求公司组织股东进行投票）是具有排除性和强制性的。交易保护措施具有排除性和强制性，是因为“任何股东投票已经失去了效力，因为交易在预定的时间组织投票时，事先已经定下的有关并购的投票结果已经不考虑该公司的状况和特点了。”因此，尽管NCS公司在当时已经濒临无力偿还债务的边缘，并举行了完全的拍卖，但法庭仍然做出了上述决定。这一裁决受到了学术界和从业人士的批评，因为在此情况下，特拉华州法院没能为公司董事会同意接受并购留下什么机会。

在此后的欧曼起诉卡尔曼一案中，特拉华州衡平法院支持了控股股东对并购投的赞成票。但是，控股股东也同意在交易终止后的18个月内，不会再同意任何并购。很明显，股东投票的基础是，投票是按照少数服从多数的原则，并且获得了法院的支持，而不是按照既成事实做出的决定。自从欧曼一案以后，并购从业者普遍会提醒说，尽管理论上可行，但欧慕尼凯公司并购却没有成功。遵循特拉华州法律的从业者其后把和欧慕尼凯收购同类的锁定交易的最高上限设定为40%。这完全是经验之谈。特拉华州法律并没有承认过这一标准。

无论如何，欧慕尼凯案在当时人们的眼中被认为很可能被推翻。从那以后，特拉华州法院的组成人员发生了变化。当时对欧慕尼凯案持有异议的审判员麦伦·斯蒂尔现在成了审判长，投票要推翻这些交易保护措施的审判员约瑟夫·沃尔什现在已经退休。到2008年晚些时候，特拉华州下级衡平法院的助理大法官史蒂芬·兰姆甚至宣称欧慕尼凯案的继续有效性已经值得质疑了。

无论如何，似乎股权交换中的39.5%这个数字是按照40%的经验值来设定的。通过股权交换和公开市场收购这两个独立事件构成了诉讼地位。一旦某个股东要挑战摩根大通的做法，摩根大通可以反驳说39.5%的股权是有效的，只有市场购买的股份才是不合适并可以作废的，或者反之亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他锁定措施

修改之后的并购协议和保证书包含四个方面的新条款，其目的是进一步锁定这笔交易。

- 11亿美元收购贝尔斯登办公大楼的选择权扩展了。现在在贝尔斯登的股东大会第一次投票不通过的情况下，摩根大通仍然可以收购这栋大楼。这对贝尔斯登的股东来讲，是个强烈的刺激。如果不投赞成票，贝尔斯登运作业务就没有了办公场所。
- 摩根大通对贝尔斯登的日常运营获得了更多的控制权，进一步在这个问题上扩展了特拉华州法的内容。
- 强迫投票的条款通过新设立的终止交易权获得支持。一旦贝尔斯登的股东没有在第一轮投票中通过，法院又禁止摩根大通获得贝尔斯登的39.5%的股权的话，摩根大通可以在第一轮投票120天后终止和贝尔斯登的交易。
- 最后，保证书的内容有了增补，这也证明了原来拟定的条款是有问题的。新的条款规定，在贝尔斯登任何一次股东投反对票之后120天，保证书的内容都将结束。这和原来一年的有效期比，时间上大大缩短了。

有关贝尔斯登的斗争

现在贝尔斯登受到了众人的关注。摩根大通几乎占了多数股，并准备了一系列的交易保护措施，使得再获得53%的赞成票几乎成了定局。但关于贝尔斯登董事会在拟定第二个协议中的行为仍然有很多疑问。贝尔斯登的董事会在批准这笔交易并同意了一系列使交易成为定局的行为中，是否有过应有的谨慎思考呢？或者说，董事会是否太急于出售了呢？贝尔斯登的董事会确实得到了一个更高的报价，但同时似乎已经失去了任何其他的机会。此外，为什么是每股10美元呢？很明显，这个价格是通过谈判合同中的融资杠杆以及政府的意愿强制拟定的，而没有反映贝尔斯登的真实价值。

这个价格可能是在计算没有摩根大通的帮助的情况下，对贝尔斯登的价值的正确评估。但在修改后的交易方案宣布的第二天，贝尔斯登的股票交易价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过了每股10美元。市场预期这个报价还将上升。贝尔斯登前CEO兼现任主席詹姆斯·坎恩很快利用这个机会，在新方案宣布的那一周里将手里剩余的股票出手，将6 100万美元收入囊中。贝尔斯登的另一位主管保罗·诺维利也于4月1日透露，他把手中所有的股票都卖出了。市场可能在赌贝尔斯登的股票会进一步走高，但贝尔斯登董事会的成员却明显不这么想。

根据摩根大通制定的新协议，贝尔斯登唯一退出的机会在于法院发现摩根大通在交易保护措施方面走得过远，而强令终止交易。3月17日至3月20日间，有人向纽约州法院递交了5起投诉，与此同时的3月20日至3月24日之间，在特拉华州法院，另有两起诉讼，都是针对摩根大通和贝尔斯登以及贝尔斯登的主管的。现在争夺的关键，就是在摩根大通动用它手中的股份投票完成交易之前，从司法角度加以制止。

这一系列纠纷的第一桩司法事件发生在特拉华州。原告申请法庭禁令，以阻止摩根大通在股东大会上利用手中的股份。原告声称，这一行为应该在三个不同的法律层面得到批准才能实施。

针对股东的不当侵权行为

原告首先起诉认为根据施耐尔公司起诉克里斯游艇公司一案的判决标准，摩根大通的股权分配有失公平。在施耐尔一案中，特拉华州最高法院发现管理层“出于阻碍持不同意见的股东，针对管理层进行的合法的争夺投票代理权行为的目的”而利用了公司的机制。法院当时认为这样的行为是为了“不公平的目的，违反了公司已有的民主原则。”

施耐尔判决标准的主要问题在于，是否贝尔斯登的行为不够公平，又或者仅仅是为了避免倒闭而采取的保全交易的措施。但是，到底用什么样的标准衡量呢？很明显，如果没有第一笔交易，贝尔斯登会陷入破产。但配售股权是和修改后的交易相挂钩的。当时贝尔斯登的情况已经好转，尽管后来贝尔斯登宣称，如果不重新协商协议，它将破产。此外，到底施耐尔判决标准是否适合用在交易投票上也不太清楚。施耐尔案发生的环境是要替换公司主管。而在特拉华州诉讼中，原告却要把这一原则应用在收购交易的情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺乏紧迫的正当理由

接下来原告提出，配售股权违反了特拉华州最高法院在勃拉修斯公司起诉阿特拉斯公司一案中所持的立场。在该案的判决中，最高法院认为，发生任何为了单一或者出于阻止股东投票的目的而进行的行为，将受到高度怀疑，只有在真的出现紧迫的正当理由情况下才能继续。原告方主要依据联邦协会起诉普罗维登斯保健公司一案中，争夺董事会控制权的时候应用了勃拉修斯公司案例。当时，大法官威廉·艾伦否决了一家公司的20%的投票股的配售，因为已经有另外30%的股份在其盟友的手中，这将阻止对董事会的更换。在这笔配售股票中，法庭没有发现存在紧迫的正当理由的情况。

贝尔斯登和摩根大通争辩说，贝尔斯登马上面临的破产，就是紧迫而正当的理由。另外，普罗维登斯主要的投票集团都已经就位，因此该案的情形和贝尔斯登的并不相同。在贝尔斯登，理论上讲，投出否决票仍然有可能。因此，在3月16日第一次交易遇到阻碍时，仍然存在紧迫的正当理由，当时贝尔斯登处于破产的边缘。在重新协商时，第二次交易受到了挑战，贝尔斯登已经享有了摩根大通提供的为期一年的保证。但是评估从第一次交易到第二次交易之间的紧迫正当理由的变化，并不十分确定。摩根大通也认为，贝尔斯登在第二次交易达成之前，可能再次濒临破产。此外，勃拉修斯公司法是否适用于投票决定收购交易的情况也还不确定。在之前的案子中，特拉华州法庭得出了不同的结论，这样的分歧仍然没有得到解决。

具有排除性和强制性的贝尔斯登股票

原告方起诉中最有意思的一点在于，他们甚至没有引用这次分配股权效仿的、颇具争议的欧慕尼凯公司一案。这是一种明智的诉讼手法。通过有意忽视此案，原告方避免了就该案是否裁决的话题引发适当的争论。相反，原告方引用了优尼科的判决标准，适用于董事会采取措施，以应对公司面临的威胁。原告也引用了派拉蒙诉讼QVC一案，以说明按照在第8章中我们将充分讨论的优尼科一案的审判标准，此次出售是具有排除性和强制性的，因此，也是无效的。原告方采用含蓄的手法，没有直接引用优尼科的中间标准，而是使用了其中的语言，这些语言在公司面临威胁的时候，阻止了董事会成员采取的排除性和强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制性的行为。然而，原告可能是正确的，需要有威胁的出现，才能引发使用优尼科案的标准。但在此处，却没有其他愿意出价的买家，也没有威胁。原告方试图通过宣称股东投出反对票就是威胁的论点，来绕过这个问题。

在派拉蒙诉QVC一案中，法庭认为："当公司经历一次收购，会导致公司控制权的变更；或者公司的结构解体时，主管们有责任为股东寻求可能得到的最高的合理价值。"这些原则在露华浓公司与麦克安德鲁斯—福布斯控股公司一案之后，被称为"露华浓义务"。该义务是优尼科义务的一种形式，通常被认为要在可能的情形下，对董事会的行为给予严格的审查。特拉华州法庭此前在股票互换合并中，从未使用过"露华浓义务"。其原因在于，通常人们认为，交易后的控制权是流动的，因此并没有出现变更。然而，如果说出现了使用该规则的案子，本案肯定就是。摩根大通的收购，就明显是控制权的变更。不幸的是，这一发现将极大地撼动特拉华州的规则，因为它使得在股权互换合并中，目标公司的股东在未来案件中将这一问题对簿公堂。

在平时，原告的诉讼几乎必胜无疑。尽管实际存在的威胁还不确定，但交易不但具有强制性，也可能是排除性的，同时是苛刻的。但在公共备案中，贝尔斯登宣称如果没有摩根大通的第一轮交易，它将不得不宣告破产。此外，贝尔斯登也宣称说，如果没有摩根大通第二轮交易的鉴定支持，贝尔斯登将不得不再次宣布破产，因为当时没有第三方愿意和它有业务往来。贝尔斯登辩解道，他们无力偿还的情况，不仅符合已有的任何法规，而且即使有新的、未经验证的相关法规出现，他们也是合乎新规则的。归根结底，他们的申辩都是有效的。鉴于贝尔斯登的资不抵债，或者说，濒临资不抵债的境况，它很可能没有时间坚持到享受特拉华州法能提供的那些便利。

这有可能升级为特拉华州和联邦政府之间的一场战斗。联邦政府导演了一桩交易，并希望通过它来惩罚贝尔斯登的持股人，这却使得特拉华州法庭陷入两难境地。如果他们认定这些措施是无效的，就会和联邦政府直接对抗。相反，他们也可以出具一个支持政府的判决意见，但却会冒着破坏特拉华州法的风险，给未来的案子留下不好的先例和规则。

3月31日举行了听证会。会上的主要议题，明显地表现为特拉华州法院是否应该完全退出本案，把它转交给纽约法院。特拉华州法院很明显适合应用麦克维恩原则（McWane Principle）下的第一起诉原则，该原则表述为特拉华州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法庭在遇到本来在该法庭首先提起的诉讼，却面临另外的法庭管辖权问题时，应该：

> 支持一个能提供迅捷而完全司法公正的法庭，留审该案，包括当事人和案件在内。总的原则是，诉讼程序应该在最初开始审判的法院进行。

多起案件几乎同时起诉，可以认为属于同时，这为特拉华州继续审理提供了空间。本案的法官，唐纳德·帕森斯最终决定，特拉华州法院将放弃本案的审理，将其转交纽约法院。他在评述本案时谈到联邦政府也牵涉其中的情况：

> "相反，我发现本案的情况非常特别。本案的关键在于，法院的行为造成了更多不确定性的风险，因此可能损害到包括美国纳税人和美国公民在内的一大批服务对象。"

特拉华州法院不打算冒着和联邦政府发生冲突的危险。助理大法官帕森斯的裁决也限制了本案所能造成的损害。如果纽约出台任何恶法来支持这些交易保护措施，都不会把特拉华州法院牵连上。这项判决，跟特拉华州法院尽可能判更多案件的风格相悖，但正如卡汉教授和洛克教授所说的那样，此举可以看做是特拉华州法院为避免伤到自己而采取的一项战略决策。在判决中，考虑到政治现实是很明智的。帕森斯很聪明地没有挑战联邦政府——让贝尔斯登倒下，避免了成为扰乱全球资本市场的罪魁祸首。

此后关于贝尔斯登的讼案渐渐偃旗息鼓。原告方看到想阻止这桩交易很难，因此纷纷从纽约州法院撤回了诉状，决定寻求金钱补偿。可能他们认为，法院正忙于促成交易以改变金融系统，此时提出金钱补偿，更对法院的胃口。但原告律师错了，他们的要求于2008年12月4日被纽约州法院驳回。

5月31日，摩根大通收购了贝尔斯登。当时此事受到了公众的极大关注，一时大众哗然，然而公众对接下来要发生的事情并不知晓。贝尔斯登只是众多倒闭并被收购的公司中的第一个，宣告了投资银行模式的终结。从事后的角度看，贝尔斯登的股东们能得到每股10美元左右的报价，真的是很幸运了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贝尔斯登倒下得出的教训

有关贝尔斯登一案，牵扯到的政府干预方面的话题和交易本身一样多。首先，贝尔斯登案再次说明了交易者性格的重要性。贝尔斯登的最终命运，先后掌握在时任财长保尔森和纽约联储银行盖特纳的手中。保尔森避免道德风险以及通过惩罚贝尔斯登股东，以注意政治压力的做法导致了第一次交易的低价。在政府的“交易监管”的方法中，保尔森的性格扮演了重要角色。这种方法最初在贝尔斯登身上使用并于后来推广到一系列其他的救市收购行动中。我们将在第10章就此展开全面的讨论。

摩根大通CEO戴蒙的性格也同样展现了出来。数年前，他与花旗集团CEO桑迪·威尔发生争执，并离开了花旗。这笔交易，是他重新在华尔街称王的标志。正是戴蒙要收购贝尔斯登的野心，促使沃切尔的律师们在第二次交易中制定了繁复的交易保护措施。

贝尔斯登交易案同样说明了外围因素。例如，员工的满意度，在成功完成交易中的重要作用。摩根大通为贝尔斯登出的最低交易价格是不够的。在提出每股2美元之后，雇员们对贝尔斯登的耻辱交易怒火中烧，逐渐发起了反抗。一旦他们拧成一股绳，将给摩根大通造成巨大的损失。无疑，这促使了摩根大通报出了更高的价格，以平息贝尔斯登员工的不满。

此外，在联邦政府的支持下，律师们已经突破了特拉华州法所能允许的交易保护措施的极限，但他们的行动有些犹豫。最初，他们只是采取了普通的银行收购模式，并做了一些修改以使其更有利于摩根大通。在他们忙于移植这些措施到贝尔斯登身上的时候，却带来了一个意想不到的后果，为贝尔斯登逃脱提供了可能。在第二次交易中，摩根大通的律师再次创新，把特拉华州法推向了新的极限。他们谈判的交易结构，只是勉强合法，便不肯再多做一点。这桩交易表明，律师们在被赋予自由的权利后，能做出怎样惊人的创新。最终，摩根大通的律师们在第二次交易中，挑战了特拉华州法和纽约证券交易所的规则的极限。这桩交易最终获得通过，就是那种创造力的证明。

在用这种方式设计交易的过程中，摩根大通的律师们同样揭示了特拉华州法中一些可以应用在收购交易中的内容，包括：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

露华浓案：露华浓规则是否适用于控制权已经明显变更的股票互换交易呢？

欧慕尼凯案：欧慕尼凯规则是否仍有生命力？

优尼科案：什么样的威胁代表着优尼科原则（可以实施），并导致实行它的变体？第三方竞标，应该是未实施状态或者仅仅是潜在的竞标？

破产倒闭：董事会对股东负有什么责任？如果确实应该负有责任，从技术层面来讲，什么时候公司被认为是无力还债？

我将在以后的章节里对这些问题以及特拉华州法进一步展开讨论。然而，问题的数量表明特拉华州法永远存在着不确定性。特拉华州法院有保留这些问题的传统，以便为市场和判罚留有余地。其中有些问题，在未来几年能获得解决。助理大法官帕森斯的弃权表明特拉华州法院不再利用这种灵活性去达到一个已经事先有定论的政治结局。

更明显的是，贝尔斯登的故事，仅仅是此后一系列政府主导的交易中的第一个。一审中，尽管出现了超越法律界限的事情，贝尔斯登案仍然显示出政府权威在应对危机时的局限性。美国财政部和美联储对于贝尔斯登缺乏像通常的银行监管机构对其监管对象拥有的实际控制的权威。相反，政府被迫拼凑起来一项交易，试图达成目标，但仍需要私人公司（摩根大通）的配合，并突破法律的极限才能实现。这种限制将在2008年秋天迅速成为关注的焦点。这一话题，我将在第10章更深入地讨论。

贝尔斯登收购也是一系列政府企图惩罚持股人的救市行动中的第一个，其后还包括美国国际集团、房利美以及房地美。当时，诸如“道德风险”、“预防将来处置不当”以及“持股人应受到惩罚”等言语满天飞。这些可能有对的成分，但政府的重心却没有瞄准这些企业的董事和主管们。在贝尔斯登一案中，政府似乎避免惩罚这些头头和主管。政府允许摩根大通免于对这些主管们收购前的行为进行惩罚。贝尔斯登的前任CEO兼主管，当时领导贝尔斯登的风险委员会的艾伦·格林伯格，在摩根大通获得了一个名誉副主席的新职位。同时，贝尔斯登的前任CEO坎恩在获得了前些年的收入的基础上，又通过出售股票套走了6 100万美元。就是在他的管理下，贝尔斯登做出了风险业务的决定，最终导致了破产。

如果政府要惩罚道德风险，那就应该设立一个系统，收回这些补偿金，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防止发放新的，这样才能真正惩罚到为贝尔斯登倒闭负责的人。也许股东也需要约束，但把目光集中在他们身上，而不去管公司的主管和官员们就完全失去了准星。再一次，这也是政府在绝大多数情况下所缺乏的权威，此时股东就成为了一个较容易的目标。政府需要贝尔斯登管理层和董事会的合作。最终，贝尔斯登的倒闭以及接下来的事情是如此的极端，以至于不会在未来的管理者心中留下痕迹。这样的观点，政府最终也会接受的。

贝尔斯登事件对于系统风险和投资银行模式也很有发言权。贝尔斯登的失败演示了金融机构失去市场信心的危险。毫无疑问，贝尔斯登的流动性是因为市场信心的丧失而消失的。贝尔斯登的失败还有更多的意义，它表明投资银行模式的风险。这种模式的资产负债表上，杠杆融资的比例达到了30：1，甚至更高，并且时时依靠短期借贷来维持流动性。危机时，这就意味着可能缺乏足够获胜的股权，也不能保证对手和贷款方的信心。

这一问题，因为这些银行的金融状况的不透明而加剧了，这使得同侪和领导们做了最坏的打算。贝尔斯登的倒闭也说明了投资银行模式及其对交易利润过度依赖的风险。贝尔斯登饱受与抵押贷款相关资产的损失，而且它也罪有应得。

更加显著的是，贝尔斯登一案将传统的公司管理模式应用到金融机构所产生的问题。贝尔斯登，这头复杂的金融巨兽，连它自己的执行官们对它都了解得不够。它是每年熟练地完成成百上千笔金融交易的现代金融公司的原型。然而，此类交易应该是高等数学计算的领域，而非经营管理的地盘。

贝尔斯登的经营模式，不大需要股东投入太多。其原因有很多，但最重要的来自于贝尔斯登企业的性质（复合型金融机构）已经超越了传统的理解。董事会不能监管贝尔斯登的交易行为，更不用说对其发挥决策和信息汇总的功能了。因此，贝尔斯登的故事，就是一个有关限制的故事，董事会和股东监管的有限，以及归根结底，人们对自己监管的有限。如果有人要在复合金融机构建立起合理的监督机制，这种机制不大可能从传统的“董事会和股东”的公司经营模式中诞生。相反，这种机制很可能会从监管以及其他能直接介入交易并理解金融机构架构的方面产生。

即便如此，贝尔斯登的管理层在公司倒闭前几个月就已经明显地放手了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它的股东也是如此。据报道说，当时贝尔斯登的CEO坎恩，在2007年7～8月的市场危机期间，在周四下午乘直升机去参加新泽西乡村俱乐部周五的高尔夫球比赛，又花了10天在纳什维尔玩桥牌。其后，贝尔斯登的执行官们宣称，他们陷入了第22条军规，一方面要向市场显示强硬，但同时知道如果他们募集到需要的资金，则可能被认为是处在恶化的境地，结果是他们没有采取任何行动。贝尔斯登的快速倒闭说明了，在公司经营中快速行动的重要性，以及解决这种进退两难境地的办法；也说明了一个强大而充满活力的市场监管机构的重要性。如果有监管的存在，那么贝尔斯登可能会更早地得到救助。

相反，贝尔斯登很大程度上缺乏监管，基本上自愿依靠美国证监会制定的《综合受监管实体规划》的管理。当贝尔斯登快速倒闭的时候，证监会没有现身来帮助投资银行，相反，贝尔斯登成为财政部和美联储变化无常的牺牲品。在贝尔斯登和雷曼兄弟倒闭之后，证监会将最终关闭CSE program，而证监会的前任主席克里斯托弗·考克斯将发布那著名的“自愿监管不起作用”的表述。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章
Gods at War

加纳基金[⊖]、儿童投资基金[⊜]和对冲基金积极投资

贝尔斯登公司的破产让金融系统遭受重大冲击。在贝尔斯登公司垮掉的随后几天里，股市波幅增加，信贷市场再次被冻结。贝尔斯登的破产震惊了股票市场，经济虽然疲软但表现仍然稳定。2008年2月向纳税人发布了国会通过的1 680亿美元的经济刺激方案，最初的经济报告指出，2008年上半年的经济增长率不到1%。当然，这后来被证明是极其错误的。这些关于经济增长率和刺激方案的虚报隐瞒了公众视线以外发生的信贷驱动市场的调整。这一调节可能出现在2008年9月，像五级飓风般席卷全球经济。

这要到后来才发生。然而，在2008年春的虚假稳定期间，股市在三个领域经历了重大活动。前两个是战略买家以及恶意收购要约活动的相对增长，是随后两章的主题。第三个是在众多知名股东的纠纷中对冲基金积极投资者的出现，尤其是其中许多对冲基金都利用新的金融结构和技术来实施它们的异议行为。这一发展也没有取悦所有人，目标企业努力反对这一冲击。随后的战斗和

⊖ 加纳基金（Jana Partners），美国前三大产业基金。——译者注

⊜ 儿童投资基金，也称坏孩子基金，英文名称The Children's Investment Fund Management (UK)LLP（简称TCI）。该基金成立于2003年，TCI这个对冲基金以“儿童”为名（也有人称之为“顽童”），是源于创办人克里斯托夫·霍恩把基金管理费一半（0.5%），捐予发展中国家贫童，尤其是爱滋病儿童。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉讼不可避免地产生了两个重要的有关股东积极主义规范的司法观点。这些观点分别来自加纳基金的目标公司——国际媒体公司CNET NetWorks，以及儿童投资基金和3G资本的目标公司——铁路运营商CSX。

对冲基金作为积极投资者是一种新型的，比共同基金等其他国际投资者更加积极、更具介入性的基金。对冲基金可能有能力改变公司的企业管理并以其他机构投资者没有的方式驱动决策制定活动的增加。在未来几年里这将确定无疑，因为管理失误导致金融危机让股东意识到需要增加对行政补贴和代理途径的关注。为了理解为什么是这种情况、如何处理这种情况，以及对冲基金积极活动在困境中的前景，我们必须先简要讨论一下企业管理问题和积极投资者的潜力。

“代理机构问题”的简要回顾

对于上市公司来说，最基本的企业管理问题就是代理成本。上市企业由机构运营。工作人员由股东推选出来的经理选定。这些工作人员和经理是公司的真正拥有者——股东的代理人。因此，公司的经营和所属是分离的，对所有者来说，就产生了所谓的代理成本。什么是代理成本？在最基本的层面上，代理成本即支付给员工和经理的薪酬，也就是聘用这些代理商来经营公司的成本。

还有这些代理强加的其他一些较少的经济成本。工作人员可能利用他们的寻租地位，以牺牲公司和东家的利益为代价换取自己的一己私利。他们可能尸位素餐，也有可能准备接受名不副实的额外津贴。CEO是前一个问题的最好例证，至少他们在事后拿到了超额补助。在这一问题上榜上有名的人物有美国国家金融服务公司的创始人、前CEO安吉罗·莫兹罗（Angelo Mozilo），美林前CEO斯坦利·奥尼尔，花旗集团前CEO查尔斯·普林斯。在2002年至2006年间他们共同获得4.6亿美元，尽管后来他们的错误决定令各自的公司蒙受数十亿美元的损失。

津贴问题的范例是公务机问题，直到金融危机爆发这似乎都是薪酬中的必要部分。额外福利让仍然停留在商务机水平的股东火冒三丈。一些人认为像这样的福利是相当便宜的，这只是一种间接形式的补贴，是合情合理的。这可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是实情，但是他们阶级划分的本质明显引发了股东对管理者的不满和摩擦。

有时候，代理成本更为直接，经理人有可能从企业挪用外部竞争的利润，在收购中该问题尤为严重。特拉华州法律允许董事会说不，并执行收购保护和交易保护措施。管理层可以使用这些保护试图巩固自己，从而剥夺股东的溢价权利。代理商也可能完全背叛，以牺牲公司为代价换取自己的利益。里加斯家族和阿德尔菲亚通信公司之间的行为是最好的例子。里加斯家族，在阿德尔菲亚创始人约翰·里加斯的带领下，合谋隐瞒了阿德尔菲亚约23亿美元的债务并出于私人目的挪用1亿美元，包括购买一处高尔夫球场。

代理成本的问题，尤其是行政福利，长期以来一直困扰着企业经营者们，主要股东的存在为解决代理成本问题提供了一个补救办法。这一理论是，因为其在公司拥有巨大的利益，所以控股股东拥有监督功能和完成任务的经济诱因。主要股东也能防止员工和经理从中渔利。然而，这些股东的类型并没有在实践中证明自己。例如，雷石东，维亚康姆集团和哥伦比亚广播集团的控股股东，在过去三年里奖励自己8 000万美元的补助，而却和这两家公司的母公司——国家娱乐公司在控股比例上发生了争执。从2007年到2008年2月，维亚康姆集团和哥伦比亚广播集团的股票价格已经分别下降了52%和71%。

在这方面，主要股东或控股股东能够获得很大比例的报酬以表彰他们为企业带来的价值。从2001年到2006年，福特汽车公司的CEO是亨利·福特的曾孙小比尔·福特。在此期间，他的酬金为6 300万美元，然而直至福特汽车公司开始盈利他才接受这笔钱。对于比尔·福特来说幸运的是，股票奖励和期权不算工资。他是因为最有资格才接受这份工作的吗？或是因为其家族仍然掌控着福特40%的投票权股票？鉴于福特是底特律拒绝政府扶持的三大汽车制造商之一，这份“薪水”确实是有理由的。这可能是由于福特家族给予福特公司超大的关注。

因此，控股股东可以起到监督的作用，但是他们自身也存在影响过度的问题。由于这一点，在这一舞台上焦点还是属于机构投资者。机构投资者包括共同基金、养老基金、捐赠基金和其他专业投资团体。在历史上，机构投资者的确没有获得控股权，但是他们拿到了公司少数股权的绝大部分。20世纪90年代初，许多人认为这些机构已经解决了企业管理问题。这些机构将具有独立的监

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

督职能，不苛求自身的利益。

这不会实现的。相反，作为最大的投资者，共同基金依然很被动。被动的原因很多，但是大体还是和他们的欲望、防止其获得公司大部分股份的监管机制以及对他们的积极行为没有充分奖励的补偿机制有关。与此同时，特别是养老基金，经常表现出政治目的大于经济目的。当然，也有与这些泛泛之词大不相同的观点，例如美国加州公共雇员养老基金，从历史角度来看，作为一个投资者，它既具有政治性也具有积极性。在过去几年里，这只1 760亿美元基金的新任总裁一直努力否认前总裁西恩·哈里根对基金臭名昭著的政治利用，但是仍然延续其积极的立场。尽管在大多数情况下，机构投资者的积极行为包括按照公司管理的咨询服务的建议而进行表决。

直到2008年春，公司管理行为一直处于变迁的状态，尤其是代理成本问题，先前的解决办法似乎也无法根治行政补贴过度的弊病。实际上，代理问题看似日益成为一种遏制过高的行政补贴的斗争，这同代理问题被夸大的论据相符。毕竟，当前结构创造了14万亿美元的经济，必定做出些正确的事。针对这一问题，经济危机再一次强调了代理成本和补贴问题。执行机构在一两年里赢得短期效益，然后就令其机构陷入困境，他们的利润是以机构利益为代价的。莫兹罗、奥尼尔和普林斯的意外之财是不言而喻的。

就在混沌的2008年春，对冲基金迎来了它迄今为止最为活跃的代理期。

对冲基金积极主义的崛起

对冲基金积极主义是20世纪80年代企业掠夺者剥削的后遗症。这些人有罗纳德·佩尔曼、卡尔·伊坎[⊖]和皮肯斯[⊜]。为了进行重组或清算，他们将发动收购公司的恶意竞赛。通常情况下，受惊的公司将溢价回购入侵者手中的股票，这就是所谓的“绿色讹诈”。这些入侵者的侵略行为为对冲基金提供了一个路线图，对于他们的行为来说，虽然有点过时。实际上，许多像卡尔·伊坎

⊖ 卡尔·伊坎是一位颇有争议的金融家，雅虎董事。——译者注

⊜ 皮肯斯为美国人，出生于1928年5月22日，是美国对冲基金BP资本管理公司主席。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的入侵者，都改头换面以股东冠军的名义重出江湖，这是一个在公共关系上比企业狙击手[1]更好听的绰号。

互联网泡沫之后的几年里，对冲基金的积极行为突显出来。当时，像猛犬投资公司、加纳基金、潘兴广场资本管理公司、第三点LLc公司开始建立对冲基金股东积极主义的网络（见表7-1）。2007年发生的501起持不同意见（dissident event）的事件中，其中54%有对冲基金的参与，而2006年则占48%。2008年这一数字稍有下降，为479起，大约占全部活动的53%。尽管2008年前6个月，实际上较2007年有一定的增加，但是下半年由于经济危机导致数量降低。毫无疑问，对冲基金驱使股东活动家各持己见。

表7-1 主要积极对冲基金和终生不同意见运动（至2008年）

股东积极基金	运动总数
JANA合伙人	27
伊坎联合公司	76
海盗资本	24
猛犬投资公司	94
克里桑多咨询公司	19
先驱资本基金	35
潘兴广场资本管理公司	38
GAMCO投资人公司	247
第三点管理公司	44
绿光资本公司	23
桑德尔资产管理公司	18
钢铁合伙人公司	113
价值行动资本	61

资料来源：Factset Shark Watch[2].

发起不同运动的对冲基金通常遵循既定方针。其最为显著的化身是，对冲基金在公司中的股份超过了5%这一门槛，为自己争得了一席之地。这就需要对冲基金向美国证券交易委员会报告其利润的13D备案文件。在这一文件中，活动家向目标公司宣布了其本意，在提交过程中或是通过事先附上信件，也就是概述对冲基金的议程管理的匿名信。

匿名信在2007年发起的运动中占54%。通常，对冲基金的匿名信包括改革

[1] 通过大量购买股票以达到控制某一公司的个人或机构。——译者注

[2] 一家设于康涅狄格州斯坦福德（Stamford）的研究机构。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的建议，像重组、销售和行政替换。某些对冲基金，例如由丹尼尔·劳伯执掌的第三点管理公司，采用20世纪80年代企业掠夺者的攻击战术，将匿名信变成了反对管理层的传奇演说。他也被加上CVD即“主要财富摧毁者”的恶名；涉及某公司创始人的两位曾孙——“幸运精子俱乐部”[⊖]成员。取暖用能源供应商群星煤气合伙人公司的CEO埃里克·塞文曾经写道：“做你能做的事——回到你汉普顿的水滨豪宅，和你的社会名流朋友打打网球、聊聊天。”

对冲基金提议的公开发布是很重要的，并不因为它通知对冲基金的管理议程。这第一份文件也经常吸引积极分子网络上的其他对冲基金购进股票并加入运动。这种“群心态”类型在积极运动中极为常见。在很多情况下，持不同见解的对冲基金试图同管理层商议来发起他们所推荐的变革。然而，这些尝试失败了，对冲基金经常启动对目标公司董事会席位代理权争夺战，以更直接地维护控制权。

对冲基金的反应取决于目标公司的反应，一切都是变化着的。一项研究发现，关于对冲基金，“目标公司当时选择容纳的占29.7%，协商的占29.1%，反对的占41.3%。”看上去，对冲基金积极主义遭遇到来自公司的反对比来自其他积极分子介入的反对更多。在2007年，有108起这样的事件，大概占所有事件的21%，导致了代理权争夺。在当年，对冲基金占这些竞争的56.5%（见图7-1）。对冲基金采取了20世纪80年代公司侵略者的古老敌对策略。

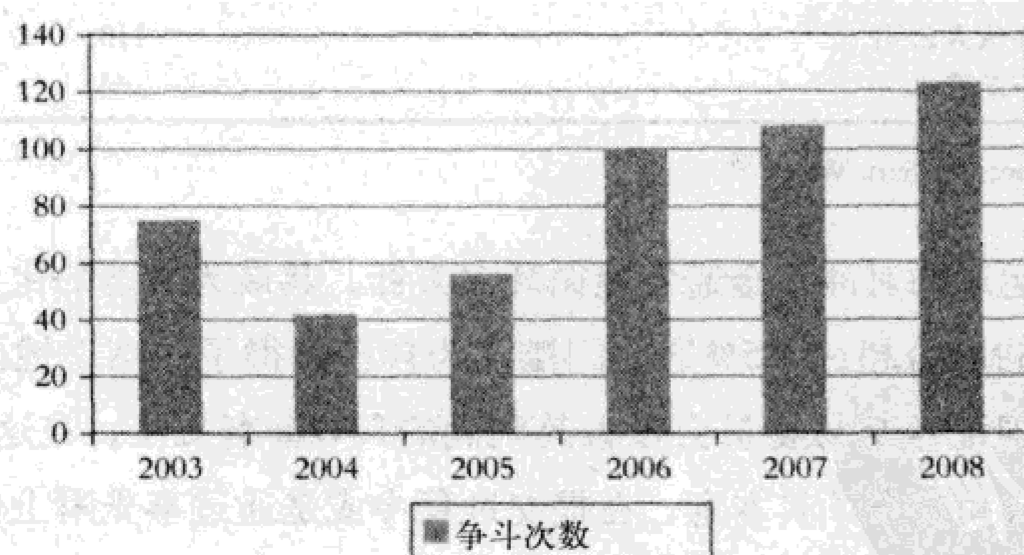


图7-1 国内代理运动斗争（2003～2008年）

资料来源：Factset Shark Watch.

⊖ 巴菲特则把那些从小生长在富裕环境的人比喻是“幸运精子俱乐部的成员”（members of the lucky sperm club）。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管就所有权的本质来说，对冲基金不同于公司侵略者。持不同意见的对冲基金积极分子拥有中位数最高值也只有公司的9.1%。原因可能和流动性有关。由于法规和市场原因，较大的控股股票更难处理。对冲基金通常也无法寻求获得公司绝大多数的董事席位。也无法收购公司的全部股份。相反，对冲基金通常是发动对公司董事会少数席位的争夺。公司侵略者企图通过收购整个公司来掠取全部利益，以达到重组、分解和流动的目的。相反，由于流动性的需要，对冲基金的积极分子打算同公众股东分享其积极主义的利益（见图7-2）。

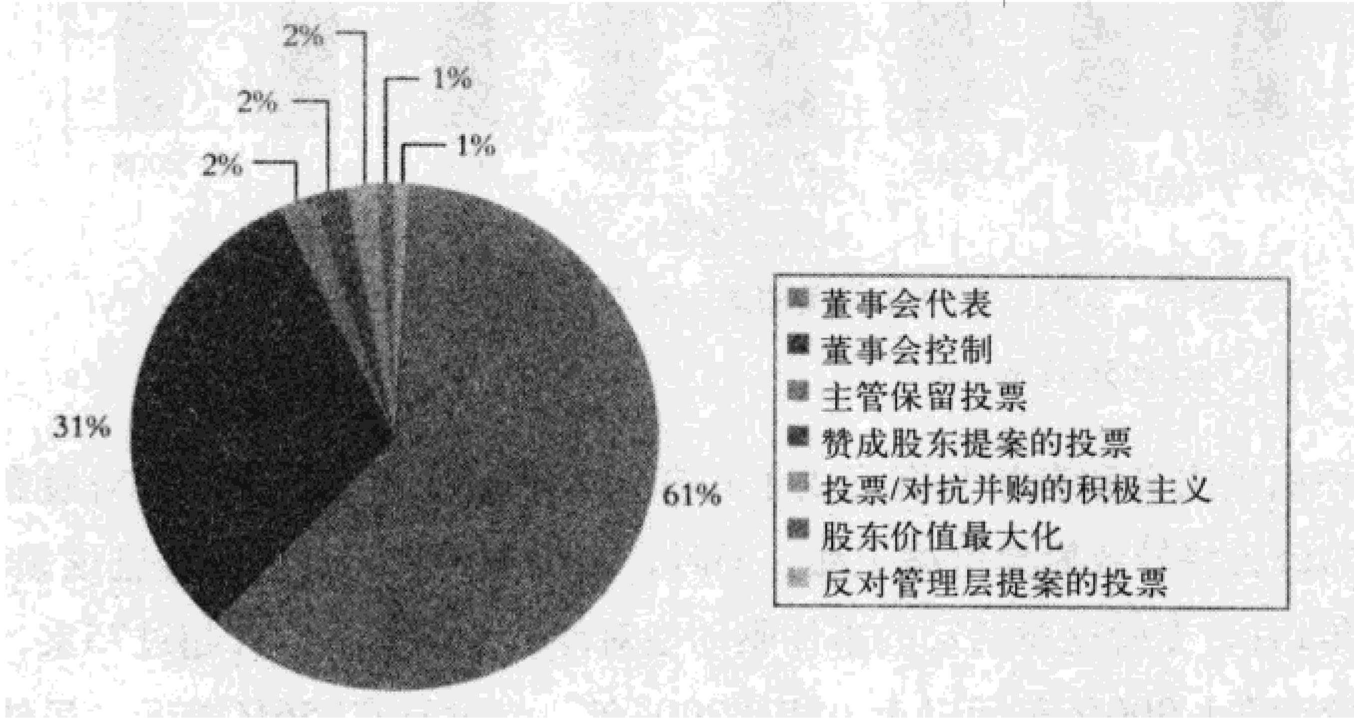


图7-2 国内代理权斗争运动的主要类型（2008年发生的全部代理权斗争）

资料来源：Factset Shark Watch.

对冲基金积极主义的发展是因为一个简单的经济事实：对冲基金异议行为似乎有效（见图7-3）。2007年发布的文件显示，由于股东积极运动，2001～2006年间对冲基金锁定的目标公司股票盈利，作者发现，决定出售公司或是改变经营策略的积极活动分别有8.54%和5.95%的回报率。并且，文件也显示，从事这类活动或其他恶意活动的对冲基金也获得了更高的回报。其他文件也发现了类似的有益影响。

这是异乎寻常的。对冲基金积极分子赢得了大大超过其参与此活动的成本的回报。人们发现对冲基金积极主义有其他的有益影响，比如，整体表现有所改善，包括资产和经营利润的增加。它也导致高管薪酬减少，这是代理理论家最为头痛的事。2007年的文件表明，在对冲基金活动出现的前一年，目标公司的CEO平均薪酬支出为91.4万美元，大大超过同等公司的CEO补贴。在对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金异议的下一年，CEO的薪酬降低到了同等公司的水平（见图7-3）。

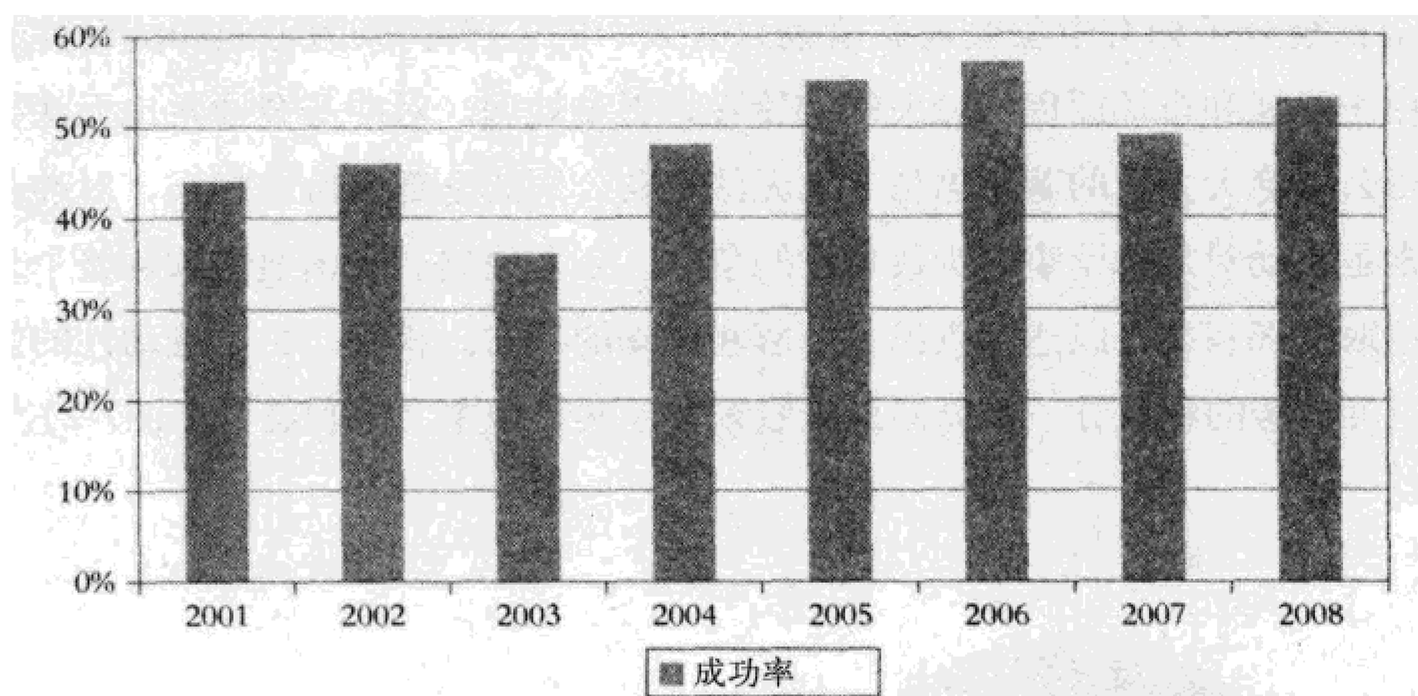


图7-3　2001～2008年间美国国内反对派代理权斗争的成功率

资料来源：Factset Shark Watch.

这种积极主义和有效利润形成了其自身的恶性循环。对冲基金对股东积极主义的公告将导致股票价格上涨。同时，新手见到利润，也会挺进该领域。到2008年1月，专营这类活动的事件驱动型对冲基金的数目估计超过75家，管理的总资产在1 900亿美元以上。相比2004年，当时只有956亿美元。虽然货币输入的有效性是在对冲基金积极主义之前，但是它提出一种可能性，即轻而易举的涨幅已经不存在，对冲基金的积极性将变得不那么集中，并且赚取较低的回报。

目标公司和一些学者也对对冲基金积极主义表示关心。他们主要关心两点：第一，对冲基金以公司的长期利益为代价换取短期效益，人们花一年时间来计算2001～2006年间的对冲基金活动家的中位数位置；第二，对冲基金利用其在董事会的席位，以牺牲其他股东的利益为代价换取一己私利。

通常，短期行为的呼声一直包围着对冲基金活动和投资活动家。就对冲基金而言，一些人建议，对目标公司的特殊监管责任应该加在对冲基金上。然而，早期统计数据没有表现出他们行为的过度影响。相反，对公司的利益似乎是普遍的。通常对冲基金地位的实质，是董事会的少数派，这为对冲基金的活动提供一个监督机制。其他大多数董事不能为公司寻求利润，但也能防止对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中饱私囊。

最近帕特诺（Portnoy）和冷冻细胞公司（Cryo-cell）在特拉华州的案子，也在一定程度上显示出了特拉华州法庭将监管对冲基金活动以及公司和有异议的股东所达成的任何妥协。在那种情况下，副首席大法官斯特莱恩坚持，特拉华州法庭将审查董事会所做出的妥协，即给有异议的股东两个董事会席位。然而，他也认为，为了和解代理权竞争问题，公司给股东的任何利益都可能取决于提高审查的公平和诚信，以保证公司股东受到保护。

进入2008年代理季，对冲基金显示出它们的骚乱。它们正在改变股东积极主义的本质，提供不同意见，要求董事席位，日益影响企业管理。但是对冲基金业也是一个复杂的金融实体。对冲基金利用金融变革工具来革新，希望利润最大化并掩盖其最初的努力。实际上，对冲基金没有购买公司的股份，而是购买现金结算的股本衍生产品。这些衍生产品的使用意味着对冲基金没有购买公司的实际股份。相反，对冲基金只是和对手下了个注，公司的股份将转移走。据推测，对方投资银行随后也将通过购买实际股票来对冲买卖。尽管对冲基金从未拥有任何股票，但交易都是以现金方式结算。

这是一个强有力的变革，允许对冲基金积累大量公司利润，不必服从相应的管制要求。按理说，拥有上市公司5%或以上股本证券的股东需要根据第13条d款向美国证券交易委员会提交一份利润的议程表归档。符合条件的买家需要在10天内填好表格。

尽管以现金结算的股本衍生产品从普通股中分离出来。对冲基金只是同投资银行打赌股价将大涨，无权干涉股息或董事选举的表决，也得不到公司的利润。在这一基础上，对冲基金可以做决定不行使第13条d款的汇报要求，因此无须改变市场，对冲基金就可以并购目标公司的绝大部分利润。对冲基金能够快速地将这种金融衍生产品的身份转变成普通股本，因为对方投资银行可能在目标公司股票中起到对冲风险的作用。当它们一再被指控利用这些现金结算股本衍生产品，以避免第13条d款的预警需求时，这种战略将对冲基金放在2008代理季的聚光灯下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2008代理季

2008代理季被认为是一个多事之秋，它没令人失望（见图7-4）。在2008年1月1日到2月1日这段时间，有79起异议事件发生，相较之，2007年同期为49起。尤其是，2008年有123起代理权竞争而2007年仅108起。再者，对冲基金活动家是该行动的焦点。对冲基金发起了273起异议事件，和对冲基金相关的代理占53.7%。在表7-2阐述了在此期间意义较为重大的对冲基金的积极运动。

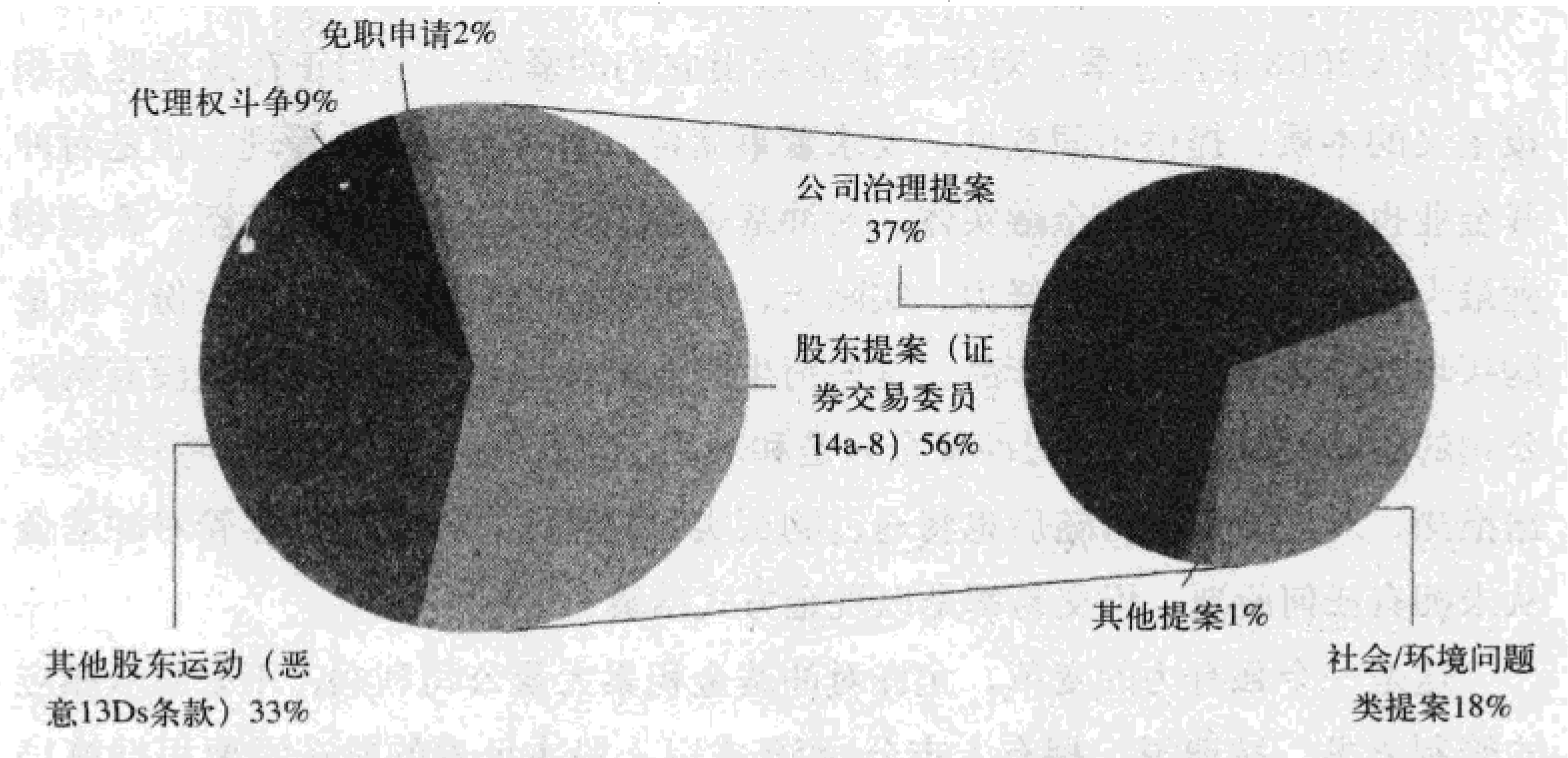


图7-4　2008年针对美国公司的股东积极积极主义行为

资料来源：Factset Shark Watch.

表7-2　2008年重要的美国国内代理权运动

目标/反对派	日期	行为
胰淀素制药公司/卡尔·伊坎	2008/5/22	代理权斗争（董事会代表）
生物基因公司/卡尔·伊坎	2008/8/11	代理权斗争（董事会代表）
迷人顾客公司/迷人顾客公司全体委员会（克里桑多合伙人&米卡合伙人）	2008/1/15	代理权斗争（董事会代表）
环城百货/古尔登·华特斯管理公司	2008/1/22	代理权斗争（董事会控制）
CNET网络/JANA合伙人，桑德尔资产管理公司	2008/1/7	代理权斗争（董事会控制）
CSX公司/儿童投资基金&3G资本合伙人	2007/12/19	代理权斗争（董事会代表）
摩托罗拉公司/卡尔·伊坎	2008/1/31	代理权斗争（董事会代表）
欧迪办公公司/莱维特公司	2008/3/17	代理权斗争（董事会代表）
纽约时报公司/先驱资本基金及火把合伙人公司	2008/1/25	代理权斗争（董事会代表）
雅虎公司/卡尔·伊坎	2008/5/15	代理权斗争（董事会控制）

资料来源：Factset Shark Watch.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此间，两个最著名的例子要数加纳基金锁定目标公司CNET网络，以及儿童投资基金和3G资本锁定CSX。这两起异议行为将重塑证券法律，改变这些本将在未来展开的竞争方式。它们也显示了对冲基金积极投资的风险、潜力和局限性，以及为现代对冲基金积极运动提供了例证研究。

加纳和CNET

加纳合伙基金是由巴里·罗森斯坦创建的资产总额为50亿美元的事件驱动型（Event-Driven）基金。它专营股东活动家投资，其中最有名的要数和卡尔·伊坎合作，迫使能源公司克尔－麦吉公司（Kerr McGee Corporation，科麦奇公司）进行重组。加纳的行为最终导致科麦奇公司的出售，赢得超过1.6亿美元的利润。罗森斯本身就是一位头脑冷静的股东活动家。他是一名瑜伽爱好者，这是一种更为积极的自律形式。

在CNET的例子中，加纳早在2008代理季就开始其战斗。2008年1月7日一早，加纳向美国证券交易委员会申请了13D备案。加纳的13D备案负载着新的市场信息。首先，加纳透露，它拥有CNET8.1%的股份。其次，加纳透露，作为现金结算股本衍生产品合同的一方，相当于又持8.2%的股份。再次，加纳宣布，对冲基金公司桑德尔资产管理公司也同意加入。桑德尔本身也公布，通过现金结算股本衍生产品占CNET利润的3.4%以及占CNET1.31%的所有权资助金。通过利用现金结算股本衍生产品，加纳基金和桑德尔拥有CNET大约21%的经济利润，但只拥有9.4%的所有权资助金。

加纳的13D备案也陈述了从10月到12月他们就实施重组法案和CNET管理层接触。谈判没有进展，在2007年11月28日，加纳发布通知，提名7位新董事，入主CNET董事会。CNET内部规定中有一个交错的董事会条款，要求8位董事中的一部分每年都需要提名选举。在2008年2月，有两位CNET董事需要提名选举，加纳提名想要替换掉这两个席位。在这个公告中，加纳也建议修订CNET的规章制度，将董事人数由8人增至13人，并为新增的5个席位提名。如果加纳成功了，它将掌控CNET董事会。这回加纳主动出击了。加纳不是想提名董事候选人的少数人名单，而是想从对冲基金的脚本中走出，进而全面控制CNET。

CNET通过对内部规定的事先通知条款的严格阅读，否决了加纳的提名和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建议。关于董事提名，CNET内部规定第3条第6款指出：

> 任何拥有1 000美元以上的投票权债券一年以上的CNET股东都可以向董事会或是提名委员会（如果由董事会指定了一个）呈交董事提名。

根据这点，加纳的内部规定还包含另外一个限制股东提议的条款。因此，CNET反对加纳的提议和提名，宣称加纳不具备至少拥有1 000美元的投票权债券一年以上的条件。加纳首次购买CNET的股票是在2007年10月，离一年的底线差很多。

加纳诉讼的论点有两层。第一，加纳就内部规定提供一个截然不同的解释。加纳辩驳道，规定称股东“可以”力图通过董事会提名董事，而“可以”是一个宽泛的词汇。规定没有禁止股东在此过程之外提出建议。因此，加纳认为，只要归档并向代理发布，无须向董事会提交动议，所以内部规定的限制并不适用。第二，加纳认为，就内部规定的实施范围而言，对证券持有期的要求是歧视性的、是不合理的，并且CNET董事会为董事提名把关是不合法的。股东才是提名董事的唯一人选。相反，CNET的内部规定将这一权利移花接木给了CNET的董事会。

加纳的第二个论点也是很好的。在其他情况下，特拉华州法庭也认为，只要符合公平合理的原则，实施内部规定管理股东特权是无可厚非的。然而，根据特拉华州法律学说以及勃拉休斯案建立的标准，内部规定必须在表面上为股东提供一个提名候选人的公平的机会。这里，如果改规定按照CNET所希望的那样去解释，其功能就等同于让董事会成为董事提名的守门员。特拉华州法庭保护股东提名和选举董事的权利。如果所有提名权利都集中在董事会，对于股东权利而言，这可能是一个不合理的限制。

最终，加纳赢得了全面胜利。参考刘易斯·卡罗尔和“勃拉休斯血衣[⊖]”，主审该案件的威廉·钱德勒大法官认为，CNET的内部规定明确认同加纳的做法。他将公司的内部规定解释为公司和股东之间的合同。偏袒加纳的他，也确

⊖ （用以激起复仇情绪的）被杀害者的血衫，血衣指用以挑起派别仇视的手段。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实未发现任何模棱两可的地方。然而，他发现，由于“可以”的语言，只有加纳寻求包括CNET代理权的建议时，该规定才生效。因为加纳将独自融资竞争，因此，也就不必受制于该规定。这一结论为加纳的竞争扫清了道路，给予CNET有力的打击，也将使其面对鲜血淋淋的代理权争夺战。

双方在这场艰苦卓绝的官司中，损失的是CNET的实际业绩。在加纳参与其中的前几年，CNET的经营一直表现欠佳。其股价在过去两年里下跌了50%，其预计收入增长仍然不大，金融观察家认为CNET机构臃肿，管理不善。在2007年10月3日，臭名昭著的美林前分析师亨利·布罗吉特在其博客中写道，CNET已经老态龙钟了。他建议私募股权公司买下CNET，同时指出“该公司的增长已经停滞，其高科技优势也已成明日黄花，其股价也仅仅维持在每股8美元。”

如果CNET不能找到法律武器来抵抗加纳，那么加纳很有可能赢得竞争的胜利。尽管没有试图开脱其同股东们就改革而进行的斗争，但是已经阐明了CNET的反对之意。然而，一直等到股东大会，CNET宣布同意接受CBS以每股11.5美元的价格收购，总价为18亿美元。加纳早就以每股7.5美元的价格购买了股票。毫无疑问，对于未来的积极股东来说，加纳的快速盈利是一个福音。

从长期来看,加纳的案例将对替换董事会董事的运动有着意义非凡的影响。加纳的观点表明，特拉华州法庭将严谨地诠释针对目标公司的规定修正案。这是一个有力的警示，公司应该及时更新内部规定,使任何提名或股东提议的要求及限制更加清晰、无歧义。这一更新确实出现在公司准备2009代理季的时候。法律公司将加纳的案例作为一个市场机遇，澄清规章制度，严格限制提名过程并要求持不同意见的对冲基金公开更多的活动，顾客带着备忘录和规章样本如潮水般涌来。这里，总体来说，法律公司建议企业规章应该明确要求报告现金结算股本衍生产品的所有权以及和其他对冲基金的群狼战术。交易机制采取行动来保护对冲基金积极分子以外的稳定客户。

许多公司对这些公文有所回应。例如，摩根士丹利、Sara Lee和Coach在过去一年里都修改了内部规定，以确保为公司提供更大的空间来排除对冲基金的提议。这几家公司都打算提高活动的透明度，包括要求公开现金结算衍生产品。其他公司甚至已修改了“毒丸”计划，出于是否该引发毒丸的目的，将现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金结算股本衍生产品包括在内。但是这是一桩危险的生意，因为有可能导致毒丸的不必要触发。

加纳的案例和对冲基金积极分子的活动让这些公司承诺增强防御。许多公司表示要强制性明确和延长股东持股时间以提名董事或股东提议。然而，加纳的案例没有涉及CNET是否掌握着限制权，如果加以实施的话，根据特拉华州法律，这将是不公平、无效的。

特拉华州立法机构开始着手部分解决这一公开的问题。立法机关制定了新的第112条，作为特拉华州公司法的附属法规，为公司提供法律空间，使得该公司有可能要求股东个人提出提名。该法律也允许内部规章制度实施强制持有期和最低门槛所有权。但是，特拉华州法律将如何看待新法在持有期多长后具备效力才合适的问题上，仍有待观察。

加纳一案最终证明了这些战斗是多么的残酷，以及如何才能让它们合法。在此战斗中，迫在眉睫的实际问题——公司业绩，似乎变得无关紧要。加纳的代理权争夺也为如何在目标公司的出售或重组中结束竞争做出了榜样。加纳利用现金结算股本衍生品以及和其他对冲基金的对等行为也预示着为CSX而战。

儿童投资基金和CSX

儿童投资基金总部位于伦敦，掌门人为克里斯·霍恩。由于其年收入的一部分固定用于儿童的慈善事业，所以他拥有良好的公众名声。儿童基金也是欧洲最大的对冲基金之一，拥有超过50亿美元的管理资产。它定期参与欧洲的股东积极主义冒险，最近一次是参与荷兰银行的争端，迫使该公司分裂，最终导致荷兰银行出售给包括苏格兰皇家银行、西班牙桑坦德银行和富通集团（Fortis Holding NV）在内的银行集团。

2006年下半年，儿童基金率先将眼光放在了CSX上。2006年10月20日，通过购买以现金结算的股酬交换，从公司获得利润。随后几个月里满是纠结，儿童投资基金多次和CSX就公司重组问题接触，而屡屡被拒。对冲基金3G似乎也浮出水面，想从CSX分得一杯羹。在此期间，这两家基金多次会面商讨投资问题，尽管双方后来声称在会议中并没有讨论CSX的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

儿童投资基金将CSX定为目标，因为认为其管理层无用，而且该公司有大量的遗产合同，价值被极大地低估了。此外，CSX拥有大量的非核心资产没有处置，包括西弗吉尼亚州的著名旅游胜地绿蔷薇酒店，被《华尔街日报》称为“全美国最豪华的历史性度假胜地”，CSX从1910年起就已经拥有了该酒店。

2007年12月19日，儿童投资基金最终准备上市。该基金宣布，它将和3G一同就CSX董事会12个席位的董事提名发动代理权争夺。同时，儿童投资基金和3G申请了13D备案，表明它们将联合拥有CSX8.3%的股份，并且同意合作。同时，宣布了一项以现金结算股本衍生品方式获得的3.5%的集体经济利润。

CSX的回应是不受欢迎的。2008年3月17日，也就是儿童投资基金递交代理申请，想要为董事会选举出5名董事的随后几天，CSX在纽约南区控告儿童投资和3G，声称它们没有及时提交13D备案：儿童投资基金的现金结算衍生产品交易超过了相当于5%的水平；这两家对冲基金最初为一个团体早在2007年2月就一起行动，但是在当时却没有联合提交13D备案。

这个问题笼罩着整个华尔街：根据第13条d款，现金结算股本衍生产品是否从属于13D备案的所有权报告要求，触发联合控股报告？什么时候两家对冲基金可以作为一个团体一起行动呢？为了解答这些问题，法庭将决定对冲基金积极主义未来的竞争环境。

2008年5月21日和22日，为期两天的法官审讯在纽约举行。三周后，在6月11日，纽约南区法官路易斯·卡普兰发布了他的观点。他最终裁定，儿童投资参与互换交易以避免报告。他也发现10个月以前，在3G和儿童投资公开宣布在一起的时候就已经结为一体了。这就出现了另一个违规——没有公开申请13D备案报告该集团的利润。

根据第13条d款，这一直是一个棘手的问题。两人组成一个团体联袂演出，它们在什么时候触发第13条d款的申报要求？第13条d款和5款提到：“当以收购、持有或发行证券为目的的两个或两个以上的人担任合伙人、有限合伙制、集团或其他组织，就本条款而言，这样的集团或组织应视为一个‘人’。”在这种情况下，根据第13条d款申报要求，“集团”持有股份要综合计算，并且要求其以一个集团的身份共同申报所需的13D备案。

卡普兰法官发现一个基金集团，同时发现双方关系密切，力图购买，并参

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考其他电子邮件信息做出一组推理。这是一次艰难的通话。儿童投资基金和3G会面，清楚作为一个集团的危险性，似乎据此建构它们的行为，试图死活不成立集团，甚至规定它们在最初的几次谈判中并不是集团的关系。这里所谓的集团行为十分轻，大多是推断而来。在这种情况下，主要是根据法官的发现，证明这两家基金先前就关系密切。

展望未来，这呈现出所有对冲基金的困境，如何在不违反原则的情况下同其他股东谈判？当发现一组的任何行为都那么主观，而要靠法官对基金行为的态度来判断时，就尤其如此了。总体来说，与这些股东交流的目的就是为了互通信息。在外人看来，这似乎是在合作，而实际上也是。但在法官判断，以及根据第13条d款的广义标准，意味着如果没有共同申请13D备案，根据第13条，任何合同都可能产生债务。

尽管是为CSX做出的裁决，但结论却是对儿童投资基金和3G相当有利。卡普兰法官发现了儿童投资基金和3G违反第13条法规的行为，但是勒令其公开补救措施。这里，他受制于判例，限制此类补救措施并排除更为严厉的惩罚。CSX认为儿童投资基金和3G应该被迫放弃自己的股份或是禁止在CSX即将举行的股东选举中投票。先例讲述了一个不同的结果。卡普兰法官被迫限制CSX的补救，但是他明显不愿意这样做，在他看来，几乎是在恳求CSX来上诉推翻这一先例，对儿童投资基金和3G处以更加严厉的惩罚。

因此，卡普兰法官的裁定结果可能十分广泛。当迫使它们报告现金结算衍生产品交换时，股东们很可能把这种判决意见看做强制它们报告衍生产品的现金交换情况。另一种解决之道是不申请13D备案，而是冒着上庭和不利裁决的危险，希望法庭对违规行为的强制补偿措施不会太有力，这将有待于进一步观察，这将困扰对冲基金的法律顾问一阵子。正是由于这一点，该结论的主要影响容易推动美国证券交易委员会采取行动，提出对第13条的改革方案以解决现金结算金融衍生产品报告的问题。

此后不久，CSX举行了股东选举。这次没有在其通常召开会议的绿蔷薇酒店举行，而是在新奥尔良郊区的一个偏远的铁路局。这一变动并没有阻止股东前来参加投票选举。4小时的会议之后，儿童投资集团的4名董事被选入董事会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

儿童投资基金的胜利来自于代理咨询服务供应商美国风险计量解析有限公司[⊖]。风险计量解析公司为其候选人做出的建议也再次彰显了这些服务机构的力量。风险计量解析公司将重点放在今后的竞争上，其建议的前提是基于CSX表现欠佳，但结论却是在CSX“积极”响应儿童投资基金和3G的基础上得出的。许多人就此批评风险计量解析公司，因为它拥护的是经法院发现不太真实的候选人。但是，风险计量解析公司早已从自身观点权衡了该因素，反对敌对公司的反应。

儿童投资基金集团的胜利取决于CSX本想从儿童投资基金和3G那里收回的那部分股份的选票。如果儿童投资基金和3G的股东不被计算在内，那么CSX董事会的两个董事提名席位将被替换。这时，CSX起诉下级法院裁决，认为此次选举中儿童投资基金的股份应该排除在外。值得注意的是，对儿童投资基金集团的其他两名参选人吉尔伯特和亚历山大，CSX并没有表示异议。

2008年9月15日，第二轮巡回审判驳回了卡普兰法官禁止儿童投资基金和3G在CSX的投票表决的上诉。尽管对于对冲基金来说，最终结果不太成功。直至2009年3月，CSX的股价降到2008年9月份的66.7%，就连最著名的绿蔷薇也难逃破产的境遇。面对如此重大的损失，霍恩决定不再重新选举董事会，保持灵活性，以出售基金剩余的CSX公司股份。引用霍恩当时的话：“坦率地说，积极主义很难。”这是真实的，它也需要后劲。

对冲基金积极主义的未来

加纳和儿童投资基金的战斗显示了对冲基金投资的危险与潜力。在这两个例子中，公司似乎在限制防御方面较同等公司表现滞后。在加纳的例子中，也有一个快速的、不错的例子。公司见到这些有异议的竞争，意识到其自身的漏洞，并有所反应。但是，它们并没有张开怀抱欢迎企业重组和改革。反而，大多数公司的反应是，修改其内部规定以大力加强股东的公开性和对股东积极主义的限制性。

⊖ 美国风险计量解析有限公司（RiskMetrics）是全球金融市场风险管理和公司治理顶级服务供应商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些行为可能有他们想要的结果。这些公司认为，这些措施可以防止短期行为。然而，对冲基金行为早已提升了股东价值，减少了过多的行政开支。因此，同对冲基金股东积极主义的战斗看似更关心战术而不是结果。这里，在CSX的战斗中风险计量解析公司给出的建议似乎对公司的反应更有影响。尽管公司可能自我武装，甚至想击退对冲基金进攻，但是它们这样做，似乎至少接受了新的对冲基金股东的想法。结果是将公共关系运动和公关公司的选择再次推上了风口浪尖。

对冲基金有可能成为一股更为持续的力量，但是这种补偿趋势意味着它们不可能普及。首先，简单的目标有限。其次，对冲基金积极主义者已经被金融危机搞得焦头烂额。通常，这些基金先向身处困境的公司投资，就金融危机的恶劣影响而言，回报极其一般。儿童投资基金本年度的回报率是-42.8%。最引人注目的是，积极股东比尔·阿克曼斥资20亿美元投资美国折扣零售商塔吉特公司，在不到两年的时间里损失了89.5%的价值。尽管增加了机会，但对于基金扩展来说这几乎不是什么令人振奋的回报。在这些回报和金融危机之后，基金又遭受到投资者赎买的重击，谣传单加纳就有20%～30%的资产要求赎买。这些打击有可能让基金发展倒退数年，导致基金最终清算。

尽管基金积极活动导致公司经济下滑和损失惨重，但是2009代理季从2008年困境中走了出来。到2009年3月25日，股东提议比去年同期要多出很多。到目前为止，公开了283个股东提议，而上年同期为252个。截至3月份，在最有争议的领域，代理权争夺步伐似乎超过了2008年的记录总数。到2009年3月25日，美国公司的董事会席位的代理权之争就有71起。2008年同期，公布了69起。

这些数字指出了对冲基金积极主义容易停止。甚至在艰难的2009年，在许多股东积极分子离开这个领域的时候，新的积极主义者犹如雨后春笋般涌现。这些新人和那些仍然坚守阵地或来年重返战场的老兵并排站在一起。例如，比尔·阿克曼，尽管其基金先前损失惨重，但他还是波澜不惊地在2009年发起了一个不成功的代理权争夺战，以图在目标董事会选出5个提名人。

对冲基金积极主义趋于更强大的这种趋势将得到来自代理咨询服务的帮助。这些服务曾因为其建议的任意性而遭受批评，它们似乎没有将公民的民主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识灌输到没有稳定经济基础的公司领域。因此，这些服务有潜在的力量，并且如果没有其他原因，出于目的多样性的原因，更倾向于推荐政治观点各异的候选人。这将让所有有异议的基金感到舒适，运动的巨大花销也将证明其成功。

对于机构理论家来说，金融危机似乎正迫使董事会重新思考行政补贴这一话题。金融机构支付了大量高额薪酬，这些金融机构接受联邦政府的援助，并受制于作为领取救济金的条件强加的限制。同时，这些令公司损失数十亿美元的CEO的高额工资让公众一片哗然，这就增加了对金融补偿的关注，强调绩效工资并减少短期业绩和长期损失的行为。反对声退去之后，许多董事会都缩减了工资并重组薪酬制度，以确保长期实施绩效工资。该趋势的最终影响和可持续性还是个未知数，可能受政府调控的强烈影响。

因此，从短期来看，对那些谴责代理成本和将机构投资者看做长期解决办法的人来说有些遗憾，因为对冲基金可能变得比一般的系统更加具有影响力。然而，当它们运营时，可能在公司管理中扮演日益重要的角色，提供了新的力量来劝说董事听取公司企业中的积极意见、海纳百川。因此，通过迫使公司在基金活动和可能性批评中自我调整，它们的行为可能更具变化性。占大多数的表决权让基金可能越发成功，经纪人日益瓜分候选人的非投票权而不是董事会提名。

因此对冲基金好像一名为刺激公司改变并减少代理成本的演员，对冲基金似乎也希望如此，但这不是说就不存在危险了。对冲基金为其自身利益工作，并不羞于采取有争议的立场。不过，迄今为止它们的行为还不值得加强监督。相反，因为它们通常寻求董事会的少数席位，所以能够被董事会的其他成员和特拉华州法庭监管。

交易机制一直不大愿意接受这些基金。相反，大型的法律公司和投资银行主要服务于其传统客户，赞同增加对现金结算股本衍生产品及内部规定修订的披露。当对冲基金积极主义成为资本市场更为传统的一部分时，这种反对之声有可能减少。

对冲基金也将在许多方面产生交易的决策。首先，对冲基金将通过出售或同其他公司交易，驱使公司利益最大化。其次，对冲基金本身可以提供资本和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理意见。这里，我们甚至可能看到不可多得的情况，即邀请对冲基金来公司投资并进入董事会。在这方面，随着这些基金采取长期投资的姿态并开始集合私募股权基金，我们期望看到对冲基金积极主义者和私募股权基金的合作。这一趋势将有助于2008年事态的发展。在此期间，对冲基金中的大量资本外流导致部分基金采取私募股权策略，如锁定，这就允许基金较长时间的保留资本。在对冲基金采取此策略的程度上，将允许更多可持续的股东积极主义。

公司仍然反抗对冲基金的积极行为，通常是争论基金的战略和潜在的威胁，而不是事实。在未来的竞争中，第13条d款的要求可能会成为中心战场。CSX案例显示了第13条d款所强加的阻止作用。鉴于CSX案件强加给对冲基金的严厉的、主观的检验，为了不完全禁止交流，美国安全和交易委员会以具体的安全保障很好地澄清了这点。

就现金结算衍生产品而言，一旦美国安全和交易委员会的注意力从金融危机上转移，那么CSX案件就有可能被该委员会制定的章程所掩盖。如果这样做了，就有可能像其他国家那样要求按13条文件报告，正如英国所建议的那样。虽然有对金融衍生产品的进一步监管的渴求，但是这些金融衍生产品大有价值，因为它们为对冲基金提供了灵活应变的能力，而伤害看上去充其量也不严重。公开可能是最佳补救措施，但是万事过犹不及。更为普遍的是，监管机构应该将对冲基金看做潜在的正义力量，而不是像许多企业将其描绘成的邪恶样子。

最终，对冲基金和积极投资的情况都是潜在的项目。对冲基金有能力成为管理公司的一支强大势力，但在这一领域尚不成熟。正如共同基金一样，对冲基金在通往成为强大力量的途中有可能出轨。然而，对冲基金正在转变，变得愈发像私募股权基金了。由于要花更长的时间来下注，这将改变它们的策略和形象，也更倾向于提供友好的战略建议。换言之，前面的路还很长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章
Gods at War

微软、英博和恶意收购的回归

2008年春，所谓的恶意收购悄然而至，然后轰轰烈烈地爆发了。在行将就木的交易市场里，增长成为唯一的亮点，反映了恶意收购在前几年里持续上升的趋势。2008年，美国宣布，有71起总价值1 500亿美元的恶意交易成交。较2007年834亿美元的成交额是一个很大的提高，同时恶意收购的数额也达到了1999年以来的最高值。在2008年，全部收购案中的23%为恶意的或主动的，从全年来看，恶意活动相对增长，交易额从第一季度的21%上升到第四季度的29%。

在此期间，恶意活动的增加是毋庸置疑的，这是三大趋势合流的结果。第一，趁股价低迷，潜在买家为目标公司开出机会主义标价。这些目标公司声称，股价下跌是短期行为，急转直下是由于金融危机而不是目标公司内在价值下降。即使将潜在买家提供的股份溢价考虑在内，目标公司仍然认为这些标价低估了公司的价值。

第二，由于公司管理积极主义者的努力，公司比以往任何时候都缺乏防御

㊀ 分期分级董事会条款，也称为“交错选举董事条款”，其典型做法是在公司章程中规定，董事会分成若干组，每一组有不同的任期，以使每年都有一组董事任期届满，每年也只有任期届满的董事被改选。这样，收购人即使控制了目标公司多数股份，也只能在等待较长时间后，才能完全控制董事会。在恶意收购人获得董事会控制权之前，董事会可提议采取增资扩股或其他办法来稀释收购人的股票份额，使收购人的初衷不能实现。因此，分期分级董事会条款明显减缓了收购人控制目标公司董事会的进程，使得收购人不得不三思而后行，从而有利于抵御恶意收购。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。例如，2003年标准普尔500指数涵盖的公司中有分期分级董事会条款[⊖]的有302家，而到了2008年只有172家。2006～2008年两年间，标准普尔500指数公司中有到期的“毒丸”计划的大约占67%，它们允许这种收购防御终止而不是更新其“毒丸”计划。结果，到2009年初，只有20.6%的标准普尔500指数公司拥有“毒丸”计划，并且只有34.4%有相应的分期分级董事会（见图8-1）。

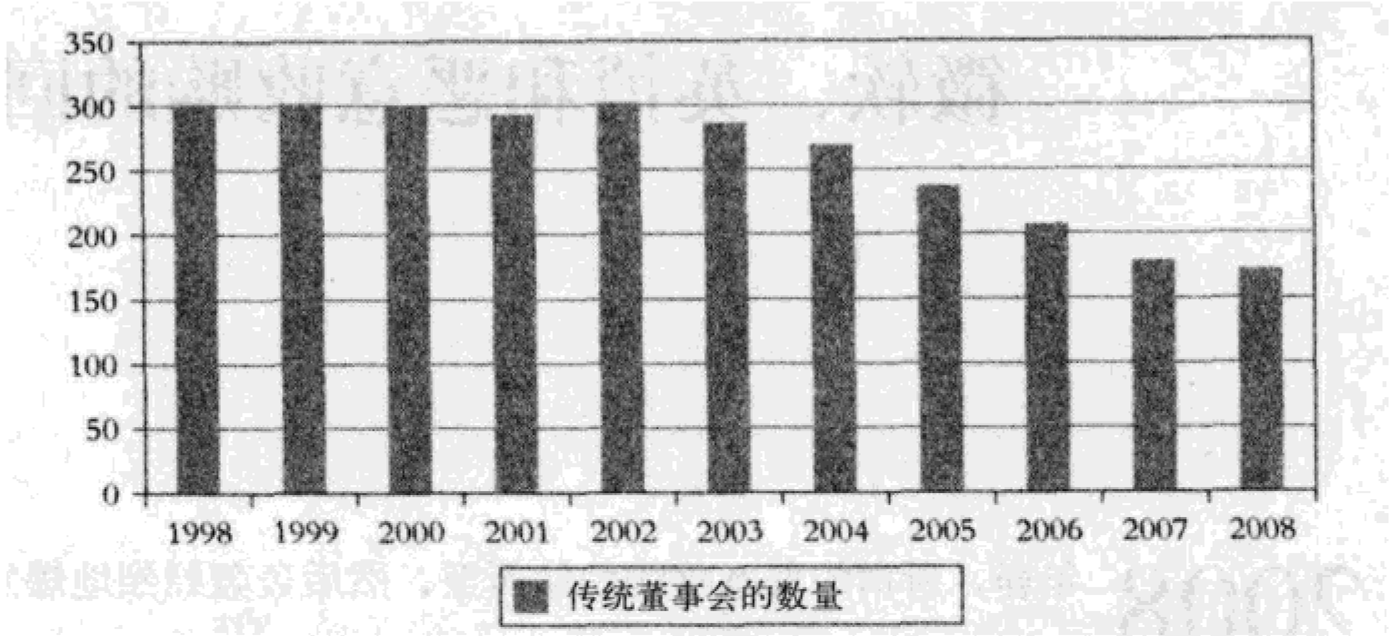


图8-1 标准普尔500指数公司中使用传统董事会的公司（1998～2008年）

资料来源：Factset Shark Watch.

分期分级董事会的减少可能让公司更加缺乏抵抗力。正如经济学教授别布丘克、科茨和苏巴马廉王所说的，分期分级董事会可以成为更加强有力的反收购机制，因为它需要一个收购者用两年的时间苦心经营多种代理权竞争，掌握目标公司的控制权。这种收购防御的小差错没有为恶意收购者提供在某一年内替换目标公司的整个董事会的能力。然而，与“毒丸”计划不同的是，分期分级董事会要求股东批准其通过。因此，一旦放弃，防御不可能再现。

第三，从20世纪80年代企业入侵者时代开始，恶意收购的本质和范围早已发生了改变。当时的传统学术认为“以人为本”的商业恶意报价是相当困难的。这是因为目标公司人力资本随时都可能离开，恶意收购被视为一个对从业人员有负面影响的进攻策略。这就让大量公司免于恶意收购，尤其是以科技为本的公司人力资本更是重要，诸如工程师和电脑程序员。

这种传统学术随着2003年甲骨文公司对仁科软件恶意报价的胜利、2007

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年甲骨文对应用基础结构软件公司[⊖]的第二次恶意报价以及科技公司老龄化而改变。科技正变得类似于其他古老的行业。资产财富日益增长而不再以人为本，这就让恶意交易频现。实际上，2008年在科技领域的10大交易中，有7宗始于恶意报价。科技领域里恶意收购数量增多的原因可能是由于价值的争论，也可能是因为这些公司的第一任CEO和管理层这些人，由于个人原因一直坚持反对收购。他们不想看到自己所钟爱的公司和传奇灰飞烟灭。

技术恶意收购的增加显示了恶意收购者正在变化的本质。恶意收购正成为战略买家的一种工具，不同于20世纪80年代攻击性的企业入侵者和金融买家。通常战略买家都期望维护目标公司并创造增效效应，而不是肢解目标公司。战略恶意收购者向目标公司员工和客户示好并就其不受欢迎的必须性恶意行为公开致歉。现在真正的恶意行为只留给对冲基金积极主义者和历史教科书（见图8-2）。

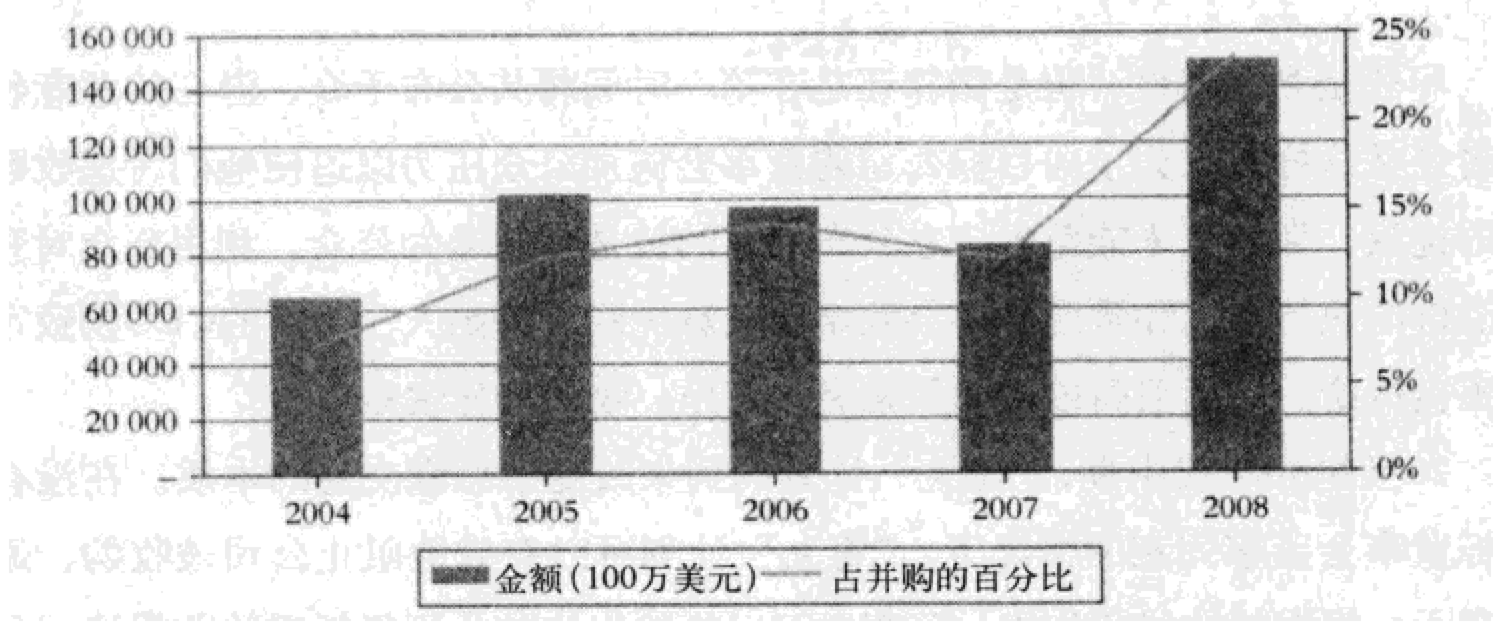


图8-2 2004～2008年间公布的国内恶意收购行为（金额及占总并购的百分比）

资料来源：Factset并购统计。

在如火如荼的运动中，有两起意义非凡的恶意收购：一是微软对互联网传媒公司雅虎的恶意收购，另外一个是英博对全美最大的酿酒厂百威公司的恶意收购。这些交易显示了恶意收购的本质和潜能，体现了律师和法律实践的作用，反映了收购防御对这些竞争的影响。这两起恶意收购再一次显示了并购个性的重要性。

⊖ BEA是全球领先的应用基础结构软件公司，在全球拥有15 000多家用户，其中包括《财富》全球500强中的大部分公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

微软和雅虎

2008年2月1日，微软宣布其CEO史蒂夫·鲍尔默已向雅虎董事会提交了以每股31美元的价格收购雅虎的书面信函。这种信的类型就是所谓的“与熊拥抱之信”（bear hug letter）。“与熊拥抱之信”被设计成，不愿接受收购的目标公司已经不再安全独立，但是书面信函的形式减少了公开恶意的成分。所谓“拥抱”就是出标，而“熊”则是隐含的威胁，即如果“拥抱”如泥牛入海，一去不返的话，那么买家将可能走向敌对。鲍尔默的“与熊拥抱之信”也没什么两样。信中充斥着此类信函常有的溢美之词，以及警告说“熊正伺机而动”。微软在信中如是说：

> 这取决于你们的反应的性质，微软保留采取一切必要步骤的权利，以确保雅虎股东有机会实现我们的建议中所提供的内在价值。

尽管是私人信件，但是微软还是在第一时间将其公布于众。潜在的恶意收购者经常这样做，为了向目标公司的董事会施加公众压力以迫使他们考虑收购者的提议。微软也未能免俗，它公布的目的就是意图通知公众，利用公众对股票溢价的热情来调和雅虎董事会董事以及雅虎联合创始人、当时的CEO杨致远的不良情绪。原因很简单：如果雅虎不合作，收购将异常艰难。

20世纪80年代中期，“毒丸”计划的到来改变了恶意交易的本质。在没有目标董事会董事同意的情况下，“毒丸”计划可以有效地阻止公司被收购。原因在于，根据特拉华州法律，董事会可以拒绝出售并且拒绝接受收购提议。只有目标公司的董事可以挽回局面并让收购继续。这就让目标公司有能力阻止并购。因此，恶意收购者用代理权争夺作为其恶意收购的补充，以图用自己人取代目标公司的董事会董事。一旦入选，这些新晋的董事就会投票取消“毒丸”计划，并同意与该收购人交易。

因此用代理权争夺补充恶意收购的意愿为恶意收购提供了良机。这实际上意味着，公司董事会的每一次换血都会引来一次恶意报价。一年一度的股东大会，或为此呼吁召开的特殊股东会议，意味着替换董事的机会来了，除此之外，股东的书面同意书也有同样的效用。约占79%的绝大多数上市公司，要么不同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意召开特殊股东会议，要么就是禁止股东出具书面同意书。特别是，美国只有45%的上市公司允许股东召开特别会议，只有30%的公司允许股东出具书面同意书。禁止此类行为的公司，股东只能通过一年一度的公司大会替换董事。因此在这种情况下，恶意收购者必须安排好时间同该会议相配合，允许收购者提名董事。目标公司知道这一时机的必要性，因此在余下的时间里为即将到来的代理权争夺和恶意收购做打算。

雅虎也和美国大多数公司一样，雅虎的内部规定和并购证明书以书面同意书和召开股东特别会议的形式禁止该行为。雅虎也拥有15%启动机制的“毒丸”计划。结果，除非获得雅虎董事会的事先批准，否则微软收购雅虎的股份不能高过此门槛。

“毒丸”计划如何发挥作用

最流行的“毒丸”计划类型是一种期权计划，根据该计划，所有人拥有以大大低于市场价的价格购买目标公司的或收买者的证券的或有权利。分为两种形式，较古老的“弹出-弹入”计划和较新的“自动弹入”计划。

为了完成期权计划，目标公司向普通股股东发行优先股。发行由董事会授权，具有股息性质，无须股东批准。典型的期权权利赋予持有人（一旦由于触发股票收购，该权利成为可执行的）在某些情况下以半价购买股票。在权利发行人和收买者之间的合并案例中，权利发行人可以以半价购买公司股票，从而在合并中得以存活（不论生存者是发行方或收买方），即“弹出”。如果发行人的股份收购者不追求后端合并，但是同其子公司进行某种自我交易，权利持有人可以以半价收购目标公司的股份，即“弹入”。因此期权权利允许发行者的股东阻止第二阶段的买断合并和其他自我交易方式。

这种权利最初被“钉”在普通股上，也就是说，连同普通股一起交易。这种权利在第三方收购目标公司一定比例的股票（通常是15%或更多）或启动15%及以上的招标后的10日内有效。一旦有效，公司发布权利分离证明，权利可以脱离普通股单独实行和转换。未授予的权利有10年的有效期，目标公司的董事可以在权利授予前的任何时间以名义价格赎回（例如，10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美分）。这意味着计划插入了“日落”条款，必须定期重发。赎回功能让董事会取消了公司并购谈判的计划。

既定的权利通常允许持有者在权利发布时以普通股市场价的数倍价钱购买发行方或收买方的普通股（根据情况）。这种期权是严重的价外期权㊀（行使价远高于标的资产的价值）并且持有者将不会行使它。

更有权利的期权计划整个忽略了“弹出”条款，消除了“弹入”条款的或有部分。一旦收买者购买发行人的股票超过规定的门槛时，可以执行“弹入”权利，以市场价的几分之几的价格购买发行人或收买者的股票，即使收买者没有参与强制性交易或自我交易。对于其他股东来说，启动期权的收买者自己确实没有这种期权。其他股东，执行新的期权，大幅度稀释收买者的股票价值。在极端的形式下，收买者只能损失触发股票购买的大量价值（最低占有表决权股票15%的价值）。

资料来源：摘自Dale A. Oesterle，Law of Mergers And Acquisitions（2005年，第三版）。汤姆森·路透许可转载。

微软的“与熊拥抱之信”要约是根据时间限制提出来的。雅虎的最后年度会议在2007年6月12日举行。在这种情况下，意味着雅虎董事候选人的提名期始于2008年2月13日，截止于2008年3月14日，因此微软在2月中旬到3月中旬这段时间就有机会提名。就在其宣布的同时，微软战略行动在即。如果雅虎董事会拒绝同微软协商或成交，“熊”有可能及时出现以发动代理权之争。那时微软可能寻求替换掉整个雅虎董事会。

雅虎尤为脆弱，因为它没有设置董事会分期分级机制，也就是说，在即将召开的股东大会上，该公司董事会将会被全体改选。在选举竞争中，雅虎的内部规定也允许多元化投票选举董事。这是一个很低的门槛，这将在董事会席位竞争中助微软一臂之力。如果实际上发动恶意代理权争夺，那么微软将以新的方式行事。从2001年开始，只有26起代理权争夺同战略买家的恶意收购有关。

㊀ 价外期权就是没有内在价值的期权，也就是无行权价值的期权。
看涨期权的内在价值＝（标的物价格－行权价）×行权比例
看跌期权的内在价值＝（行权价－标的物价格）×行权比例
只要数值等于或小于零就表示没有内在价值，也就是价外期权。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此低的数据反映了历史上恶意收购的低成交率，但是它也显示了“与熊拥抱之信”通常能了结此事，迫使公司同收购者或白衣骑士（white knight）完成交易。白衣骑士是第三方买家，其加入是通过兼并目标公司以达到将目标公司从恶意收购者手中解救出来的目的。在微软的案子里，理论上谷歌就是雅虎的白衣骑士。但是，如果它收购整个雅虎的话，谷歌有可能受到反垄断法的警告。

鉴于雅虎微弱的防御和微软提供的全价，许多人认为雅虎很快就会沦陷，然而事情并没有如其所愿。雅虎公开拒绝出售。2008年2月11日，雅虎董事会拒绝了微软的报价，坚称报价“大大低估了”雅虎的价值。虽然雅虎认为高过30多美元的价格是可以接受的，但是大多数分析师认为这简直是天价！很多人将雅虎的死撑归咎于其在硅谷一直以来都对微软表示不满。尤其是杨致远，坚决反对微软收购，在任何私人场合都表现出对微软的不屑。

针对雅虎的一口回绝，史蒂夫·鲍尔默和微软似乎要沿用甲骨文公司前ECO拉里·埃里森在对仁科软件恶意报价时所采取的策略。甲骨文公司先做出最初报价，接下来又威胁压低报价，最终迫使仁科以低于报价的价格成交。微软的史蒂夫·鲍尔默在访问中再三强调微软不会多付钱。但当被问到如果雅虎开价高于微软的最初报价，那么微软是否还要收购时，对此他也回答的含糊其辞。

3月4日，雅虎宣布其内部规定修正案，决定推迟年度股东大会为自己争取时间，最终定为2008年8月1日。这一做法有两点影响。第一，它为雅虎争取到了时间，可以考虑其他交易。第二，它推迟了董事提名截止日期，从而防止微软走投无路真的提名董事，走向完全恶意。

雅虎的推延策略在某一点上是有效的。微软的确不想通过发动代理权争夺向雅虎增加压力。经过3个月的考验，在5月3日这个周末，微软将报价提高到每股33美元，总计约475亿美元。雅虎回应道它接受的价格为每股37美元，许多人认为这个价格高得离谱，甚至可笑。也有传言说，双方就谁承担反垄断法的挑战没有达成一致。微软走了，周六下午当杨致远获悉微软撤出时，不禁拍手言欢。

交易演变成了闹剧。最初，微软仅仅被认为是一个难对付的交涉者。微软

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购背后的驱动力鲍尔默曾经表示，他是一个可以远离谈判桌的决策者。卡尔·伊坎向雅虎主席罗伊·波斯涛克呈交了一封信，声称雅虎“糟蹋了”同微软的谈判并宣布他将拟定一份雅虎董事会的董事候选人名单。卡尔·伊坎的具体目的就是要迫使雅虎接受微软的标价。这引发了大量事端。董事会的协商力量将是什么样？新董事会需要让自己熟悉雅虎，随后讨价还价，甚至决定是否要出售给微软。尽管由于受困于收购策略，他们的谈判立场不坚定。

令人费解的是，微软反而疏远了，雅虎同伊坎达成谅解，让伊坎及其挑选的两人进入董事会。雅虎转投谷歌，并商讨广告收入协议。雅虎被指责同微软的谈判没有诚意，当反垄断监管机构反对它们的安排时，谷歌突然终止协议。就在谷歌同雅虎终止协议的第二天，杨致远悔恨地说：“到今天为止，我认为微软做得最好的一件事就是收购雅虎。”雅虎依然“门户大开”。匆匆投入谷歌怀抱的雅虎显然忘记了交易的基本原则：“匆匆结婚，时时后悔”。

与此同时，微软的鲍尔默公开臆断交易，表现得更像个弃妇而不像个生意人，但是微软几乎没有什么动作。后来杨致远于2008年11月18日辞职，其公司股票交易价格大约为每股12美元。雅虎替换掉他可能是企图缓解气氛并安抚微软，在一定程度上，正是由于杨致远的管理导致微软似乎再也不想同雅虎做交易了。然而，迄今为止，微软尚未对雅虎有任何举动。

英博–百威公司

英博恶意收购的发展同微软收购雅虎的方式截然不同。2008年6月11日，巴西-比利时的酿造商英博，公开透漏“与熊拥抱之信”。该信出自英博CEO卡洛斯·布里托之手，他亲自向百威公司CEO奥古斯特·布希提议，打算以每股65美元的价格收购该公司。收购价大概为460亿美元。这是一个很好的价格。比百威6年来的创纪录价高出18%。英博的信也表现得相当友善。在信中布里托提到“我们十分尊敬百威公司及其员工和领导者，他们缔造了全美最大的啤酒公司并发展了标志性的品牌——百威”。布里托甚至随信还附有一段视频。虽然信中是一个大大的“拥抱”，但是字里行间不难看出英博的执著以及潜伏着的“熊”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

百威有理由被关注。虽然百威的防御很弱，但是和雅虎不同。百威的年度会议早在4月份就召开了。通常，这就意味着英博只好等到来年，才能通过代理权争夺推翻百威的董事会。但是，百密一疏，百威的防御中似乎有漏洞。百威占公司的少数，而公司的股东却可以通过书面同意采取行动。这些股东在任何时候，都可以替换掉百威的所有董事。

早在2004年百威公司就让其“毒丸”计划寿终正寝了，2006年又开始了解密其分期分级董事会的进程。缺少毒丸可以被纠正，董事会可以在任何时候接受“毒丸”计划。这是被公开误解的一件事。接到恶意收购标价时，一个公司有“毒丸”计划与否差别不大，因为董事会可以立即采用“毒丸”计划作为回应。实际上，大多数公司都有一个影子毒丸，也就是已经起草完毕，一接到通知就准备采用的毒丸。缺乏分期分级董事会更为严重。由于这一点，股东可以随时替换掉百威整个董事会。

在6月26日，布希拒绝了英博的报价。在给英博CEO布里托的信中，布希提到声称报价“大大低估了”百威的价值。反对一点也不奇怪。自从1860年创建起，百威就由家族经营，是一个有148年历史的家族企业。现在的当家人布希反对任何收购。作为四世的他不想被人看成是败家子。

布希被认为是百威尤为软弱的领导人。在他担任公司CEO的19个月里，百威的股票停滞不前。他的过去更是糟糕，当他还是亚利桑那大学的一名学生时，驾驶着他的跑车去泡吧，结果车翻了，同车的女伴当场死亡。8小时后当警察找到他的时候，他还一身血迹。由于证据丢失或被破坏，警方决定不指控过失杀人。接着，两年后，他又卷入同警察飙车的事件中，据称他试图驾驶他的奔驰超过其中一名警员。但后来被无罪释放。

百威拒绝的11天后，英博向安全与交易委员会申请了同意征求（consent solicitation）备案。这是从百威的股东那里获得改换董事的书面同意所必需的文件。首轮许可送递百威后，根据特拉华州法律，英博还有60天的时间来获取足够的同意书以替换百威的董事。和微软不同，英博按照教科书的方式收购目标公司，先发送“熊抱”，然后顶住目标公司反抗的压力。

2008年5月23日，就在宣布收购之前，《金融时报》网站上的一则故事说英博打算以每股65美元的价钱要约并购百威。百威对这则故事相当认真，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当几天后英博的“与熊拥抱之信”到来时，它已做好了充分准备。到那时为止，布希早已激活交易机制，雇用了大批律师和银行家同英博的收购作战并为百威的防御提供建议。不过，鉴于全价及其防御的薄弱，这几乎没有给百威留下任何选择，只有去反抗英博的收购和许可申请。还有，面对英博坚决入侵，百威快速拼凑起一个坚强的防御体系。

首先，百威将该冒犯提升到公共关系的高度。百威是美国的图标，是圣路易斯的忠实成员。就在英博发表声明的当天，密苏里州州长马修 · 勃兰特强调他对收购的反对意见：“今天准备购买公司的要约深深困扰着我。”百威先表现出这种情绪，随后开始强调英博的外国身份。百威还招募了一些密苏里州的政客宣称百威对密苏里州，甚至是美国经济的重要性。

在反击英博中，百威在圣路易斯申请诉讼。诉讼指责英博侵犯了联邦安全法，因为没有公开英博融资的债务承诺书的条件本质。此外，百威声称并购后百威将作为新公司在北美的总部。据称，根据联邦安全法，这是一种误导，因为英博在古巴也有经营。因此，根据美国关于古巴的法律，百威不能合法地在此领域经营。所以，百威不会成为北美总部。

这两个说法都是公共关系手段，尤其是古巴的说法，更是为突出英博的外国身份而设计的。百威关于英博没有公开其债务承诺书说法虽说很宽泛，但是，买家通常拒绝公开其债务承诺书的细则。根据联邦安全法律，这种做法的有效性值得怀疑，并且在任何情况下，目标公司股东都被剥夺了获悉收购者融资细则的权益。英博试图通过更详细的分析融资承诺以满足第二条诉讼。

其次，和雅虎一样，百威也采取行动以控制局面。在6月26日，百威修订了其内部规定，允许百威董事会为同意征求制定登记日期。该登记日期决定谁将撤出董事会。在那一天百威的所有股东都有资格选举。如果没有这种机制，登记时间就该根据特拉华州默认的规定来确定，就是第一轮同意传达的时候。相反，百威董事会距离股东要求确定登记日期还有10天的时间。百威的董事会可以在十天内将日期确定下来。通过这一小把戏，百威又争取了20天的时间来对抗英博的投标，下决心要制定有利时间为同意征求争取更大的股东基础。

再次，百威采取行动来捍卫其董事会。百威公开争辩，其13人董事会仍然是分期分级的。根据特拉华州法律，只要有一定的理由，分期分级董事会可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在年度会议以外的时间改选。这里，据称英博并没有充分的理由。百威的案例的专业性主要归结为一个论点，即百威正在取消分期分级董事会的进程中，所以，一旦董事会全体成员被选举出来，到那时整个董事会还将被视为交错选举的。即使有理由，也能禁止董事会改选。百威力图给英博以致命一击。如果董事会被认为是脱离分期分级的，那么董事可以在任何时间以任何理由进行改选。如果百威的董事分期分级选举产生，就只能在有理由的情况下才可以改选，而英博也要等到下一年的股东大会才有机会取代百威的董事。英博反对百威的论点，在特拉华州衡平法院提出起诉，就此事寻求司法裁决。

最后，还有谣言称，百威正在寻找其他战略交易，例如其生意伙伴——科罗娜的东家莫德罗集团㊀，或是承诺资本结构重组。这是标准的20世纪80年代的策略，自从1989年三叶草控股公司和波兰集团的案子之后，法院就批准了。为了反击恶意收购，目标公司可能会同意其他战略交易或安排杠杆调节资本结构。任何一种情况下，对买家来说目标公司都不再具有吸引力了，因为他已经丢失了王冠上的珍珠（crown jewel，指最好的股票），或是并购新的资产或债务，这就给公司安置了大量的杠杆。如果百威能实现收购莫德罗集团的交易，那么它就会身价倍增而让英博望而却步。

从薄弱处出发，百威早已打算构建有效的防御。然而，在特拉华州，英博似乎有更好的论据证明百威的董事会不是分期分级的，而是可以随时替换的。相反，百威在圣路易斯的案子似乎只是个噱头。就百威防御的战略方面而言，鉴于百威在过去几年里的管理表现欠佳，所以寻求另外一个交易让百威很难向股东交代。权衡英博的优厚报价和布希的碌碌无为，股东愿意“弃暗投明”。不过，反对收购的第4条意见被认为是英博的主要障碍。

有了百威的充分回应，英博开始完成任务。7月9日，英博同意每股提价5美元。面对有限的选择和股东持续的压力，布希立即投降，这让为他辩护的密苏里州的政客们看上去有点傻。英博收购百威应用的是教材的对敌策略。它首先发动收购，采取法律和战略手段，稳扎稳打地向百威施加压力，最后给足其颜面，令其缴械投降。

㊀ 墨西哥首屈一指的啤酒生产和销售企业，麾下有科罗娜等11个品牌的精品啤酒。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恶意收购成功的要素

这两宗交易及其结果的显著不同说明每一起恶意收购都是独一无二的。恶意收购犹如雪花，片片各异，这取决于目标公司的防御和战略地位，以及目标公司和投标者随后采取的行动。微软和英博的恶意收购很好地说明了这一点，但也突显了当今现代社会恶意收购交易想要成功的基本因素。

宣传

从一开始，英博就反对这样的说法，一个外国人要购买国人所钟爱的本土企业。英博同意新公司北美地区的总部还是在密苏里州圣路易斯市，同时承诺保留在密苏里州的工作岗位。英博最初和之后就此做出的声明，让它能够击退百威企图刺激反对收购的排外情绪。相反，微软的公共关系战略似乎就缺乏主旨，看似微软不愿为交易做出承诺。微软表现得十分自我，并没有实施持续不断的宣传攻势使雅虎陷于绝境。这也可能是微软的战术，表明看似无常，实际想将雅虎引到谈判桌前，但是微软的多变让公众感觉丈二和尚摸不着头脑。

个性

史蒂夫·鲍尔默和杨致远的个性的确影响到了微软的收购结果。微软的浮躁似乎出自鲍尔默想表现强硬的需要，他认为就市场而言这已经是一桩好买卖了。与此同时，杨致远的最初反应就是发自内心不想和微软交易。杨致远似乎倾其全力打压微软的报价，就因为它是微软。毫无疑问，这无异于火上浇油，这让鲍尔默更加倾心于公开的胜利，因为这将让他看上去更强大而对雅虎来说则是一个莫大的羞辱，这就造成了交易的经济损失。相反，开始百威反对英博，但英博努力和百威的CEO奥古斯特·布希四世沟通，为其保全颜面。作为该战略方针的一部分，英博向布希提供一份收购后赔偿方案，包括继续担当英博的咨询顾问。布希将获得总额1 035万美元的补偿，外加每月12万美元的薪水直至2013年12月31日。

防御

一个好的恶意报价从宣布那刻起就开始精心设计如何让目标公司投降。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制定战略时，时机和实施要约要视目标公司的防御而定。这一原则在雅虎和百威收购中可见一斑。目标公司的律师也操控着进程和法律机构以尽可能争取时间，掌握大局。同时，当目标公司制定防御和应对时，收购者明确计划其战略以图在股东选举中奏效并占尽先机。尽管，最终目标公司可能无法通过法律手段自救，但是这些法律手段确实可以争取到时间。在雅虎的案例中，推迟会议日期和董事提名日期同百威为征求同意而推迟登记日期可谓异曲同工。这两个行为都为目标公司赢得了时间寻找同第三方交易并提升了防御能力。

目标

为了获得胜利，恶意收购者必须赢得目标公司的信任。最后通过支付恰当的价格来完成交易，但是如果目标公司有领导差距的话，那么收购者在这方面可以获得协助。雅虎和百威的CEO管理都不那么尽善尽美。尤其是百威，在布希家族手中多年，与同等公司相比，其股票市场表现欠佳。同时，雅虎的CEO，特里·萨默尔已辞职，而联合创始人、当时的CEO杨致远似乎只是临时人选。雅虎也在挣扎中输给谷歌更多的市场份额。在这两个例子中，目标公司都处境不佳，而收购人的溢价报价都是容易接受的。英博成功了，如果微软能对雅虎更热情点的话，显然也会成交。

信誉

拉里·埃里森开创了对敌威胁技术。他巧妙地游走于攻防之间，在仁科和应用基础结构软件公司的收购中不是撤离交易就是降低报价。埃里森很清楚何时重返谈判席，何时提高报价结束战斗。微软开始好似在遵循埃里森的战略方针，但后来就误入歧途，有些操之过急。微软的战略最终迫使雅虎乞求交易，但是这也让微软看上去更像是在寻求心理安慰而不是想达成经济上的共赢。简而言之，微软和雅虎的表现都略显无能，未能执行一个预先制定好的以经济为驱动的战略。

防御的限制

拒绝出售的防御能够起到阻止恶意收购的作用。当公司拥有分期分级董事会时，这可能是一个特别强有力的防御。实际上，如果董事会采取拒绝出售的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

防御，我不知道有哪个收购者能用两年的时间来争夺代理权以突破分期分级董事会机制。这里，股东压力和独立董事会的崛起都会影响到目标公司，收购者实际上已决定发起收购并发动代理权争夺以反抗分期分级董事会机制，虽说这仍然是一个有待研究的问题和事情。

对于没有分期分级结构的董事会来说，拒绝出售的防御最多就是个拖延策略，拖到股东大会的召开。为了反对强硬的恶意收购者，这种防御通常只能让目标公司寻找另一个下家。很多时候，还是以收购者或白衣骑士收购了公司而告终。追溯到2002年，66%没有分期分级董事会的公司在出现恶意收购后都不能保持其独立性。

尽管，拒绝出售的防御并不是没有风险，它甚至一开始就将收购者拒之门外，尽管事后才认识到是可以接受的。在2008年，当拒绝出售的战略发挥作用时，像雅虎、Take-Two互动软件公司、迪堡公司和艾克西里斯技术公司等，只能心怀悔恨地离开，而它们的股价也降到了历史新低。这可能是由于当时和市场脱节的原因。毫无疑问，当潜在买家从谈判桌前走开的时候，目标公司的股价大幅下降并且也无法找到另一个买主。

收购防御的缺陷也可能影响到目标公司。例如，在罗氏控股2008年对诊疗设备制造商凡塔纳医药系统公司的恶意收购中，凡塔纳的律师没将分期分级董事会条款列入公司注册证书中，相反将其放在公司内部规定中。这就要求罗氏游说股东批准修改凡塔纳的分期分级董事会制度以求扩大。相反，如果分期分级董事条款在注册书中，那么董事会必须批准其修改。这就允许罗氏绕过分期分级董事会限制，短短一年内就能掌控凡塔纳。同样，在英博对百威的收购中，对百威的分期分级董事会的模棱两可的解释让其大为获益，如果明确解释的话，百威本该和英博有更多的杠杆作用。当百威董事会分期分级改选董事时，其股东出具书面同意书的事实令百威十分满意。如果百威董事会不能错期选举的话，那么将以完全不同的方式发挥作用。

联邦制

雅虎和英博都是根据特拉华州法律被要求合并的。特拉华州法律允许公司拒绝恶意收购，如果收购人仍然有兴趣收购目标公司，那么它可以继续争夺代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理权。这可能是一个难度系数很大的障碍，但是也有可能越过。其他州的反收购法更为严厉。毫不奇怪，最严厉的要数像俄亥俄州、宾夕法尼亚州那样的老工业区。值得注意的是，通过对宾夕法尼亚公司的研究发现，这些公司都价格下滑，原因就在于这些法律侵犯了管理权。这些州的公司很难被收购，甚至争夺到代理权都不能说明什么。特拉华州以外的其他州的立法机关可能也很想在该领域插上一脚以保护本地公司。如果公司不是在特拉华州而是密苏里州被要求合并，那么英博的收购结果可能大不一样。

价格

如果目标公司的股东不接受所提供的价格，那么任何恶意投标都会化为乌有。正如统计所示，历史上也有过，一个好价格甚至能够战胜最有力的防御。它曾导致许多恶意收购者战略性加价，直至冲破目标公司董事会的心理防线。仅2008年一年，63%的恶意出标者最终提高了原始标价，目标公司董事会做出的回应是建议溢价40%。对于不接受这一建议的恶意收购者来说，其结果不难预测出几分。至少从2004年以来，每年的放弃率都接近100%。

雅虎和英博的交易指出了恶意收购的未来。这些交易将成为并购的顶峰，策略和战术你方唱罢我登场，协调的实施方案成为成功的关键。最近恶意收购的上升趋势还在继续，虽然恶意收购仍将占较小比例，但是作为收购市场的组成部分将更加公开。尽管它们在市场上有局限性，但是这些交易也将继续成为并购者所期待登顶的高山险峰。这些交易将一直被视为战场，“门口的野蛮人”能够突破目标公司的防御力拔头筹。因此，恶意充斥着收购领域，个性占主导地位，赔钱的买卖屡屡发生。如此的原因在于，买家从事这些收购基本上不受限制。然而，问题在于良好治理的趋势和像对冲基金这样的角色是否能成为这种自我意识的反作用力。但这似乎只是趣闻轶事，还没有得到证实。

特拉华州与恶意收购

微软和英博的收购反映出特拉华州法律在规范恶意收购中所起的特殊作用。特拉华州法律提出了一系列的标准来审查目标董事会在面临收购决定时的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决断。在密林中寻找到方向是很难的，但是这些标准让特拉华州法院在规范收购中扮演着特殊的角色。正如我们在英博收购中所见，这意味着在特拉华州起诉是大多数恶意收购的组成部分。当特拉华州法院遵循条款审查董事会的行动时，它允许目标公司和收购者提出公共关系议程和法律辩护或过错。

露华浓义务

决定目标公司董事会对收购要约的考虑，其主要标准是露华浓义务。众所周知的露华浓义务是特拉华州最高法院于1986年在审理露华浓公司与麦克安德鲁斯-福布斯控股公司一案时确立的。这个案子源于佩雷尔曼对露华浓的恶意收购（此案例在第1章中有所讨论）。今天的露华浓义务要求公司面对不可避免的解体或控制权改变时，董事会在出售公司时要将公司的出售价格最大化。根据露华浓义务，特拉华州法庭要严格审议董事会行为。如果目标公司企图阻止更高的竞争报价，其行为将受到怀疑并且禁止侵犯露华浓价格最大化指令。

只有当公司下定决心要出售或解体时，才能引发露华浓义务。这是收购者常见的，就是说“不”防御的一部分。因为露华浓义务只能在有限的条件下应用，当目标公司董事会决定出售或解体公司时，可以拒绝接受收购要约。相反，它可以采取或拒绝赎买“毒丸”计划，迫使收购者为并购公司而展开代理权的争夺。

唯一的反补贴立法主要来自首席大法官艾伦1988年在City Capital Assocs. Ltd. P’ ship和Interco.的案例中的意见。在这个案件中，艾伦强迫董事会采取拒绝出售策略以赎买“毒丸”计划。鉴于随后特拉华州的决定，Interco.的有效性充其量表现为有限的适用。有一种可能性，甚至可能是谣传，副首席大法官斯特莱恩打算命令仁科在同甲骨文的战斗中赎买“毒丸”计划。案子在定案前就已尘埃落定，当时仁科缴械投降。但是迄今为止，拒绝出售的战略在Interco之后尚未走向末路，除非公司只追求现状并且股东不打算投票，否则它在特拉华州就有可能持续下去。

这意味着，目标公司不能对报价视而不见，而且董事会必须留意其勤勉义务的程序要件，允许其有足够的时间让公司管理者考虑该提议，让董事会的金融顾问分析该报价。但是，正是这一程序要件为董事会的真实愿望提供了文件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证明。因此在恶意收购范围内，当目标公司已经同意善意交易并且另一个收购者将亮出王牌的时候，露华浓义务通常能更好地发挥其作用。在下一章中，我讨论了在那些情况下董事会的义务。在此方面，特拉华州法律有很多动作，一旦王牌报价出现，市场行为也积极影响着特拉华州法院如何根据露华浓义务审查董事的行为。如果没有出售或解体公司的决定，拒绝出售的有效性看似可以由特拉华州法律解决。

优尼科案所建立的标准和收购防御

正是因为露华浓义务应用的有限性，所以根据特拉华州法律，其他标准主要是指导董事会对待恶意收购的行为。除了露华浓义务之外，特拉华州法庭还颁布了两个标准来分析董事会的防御性行为，这就是在第6章提到的优尼科和勃拉休斯标准。1985年对优尼科和梅萨石油的定案诞生于布恩·皮肯斯对优尼科的收购。在这一收购中，布恩·皮肯斯的梅萨石油买下优尼科13%的市场股份，随后同意以每股54美元的价钱现金购买优尼科大约37%的发行在外的普通股，这样梅萨就获得了优尼科的主控权。优尼科余下的49%的股东将接受皮肯斯声称每股价值54美元的债券和优先股。

优尼科拒绝收购并声称这是强制行为。股东急于套现，如果不这样，他们只能获得现在正举债融资经营的优尼科的债券。这些债券可能从属于优尼科所承担的24亿美元的债务，用以对现存债务和购买优尼科股票的原始现金的再次融资。战争令人厌烦，皮肯斯就批评了在优尼科公司的飞机上安装了一架钢琴的优尼科CEO弗雷德·哈特利。皮肯斯后来在其自传中提到哈特利时说：“从未有哪个公司如此受个人支配。”

优尼科的反应为以债权形式按每股72美元的价格发动要约回购其自身的股票，只要皮肯斯购买37%的原始股便一触即发。因此大多数股东没有接受梅萨的报价，相反，他们在等待优尼科自己更高的赎回收费。而且，如果他们确实收购，公司几乎不可能另外过度举债61亿～65亿美元，这让皮肯斯的收购如鲠在喉，难以下咽。当然，皮肯斯和梅萨不打算利用赎回收费，梅萨被禁止收购。

皮肯斯和梅萨起诉，状告董事会的防御性行为，但是败诉了。特拉华州最高法院认为，由于这是未经同意的收购要约，所以目标公司董事会采取防御性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为的决定符合审查的中间标准。这一标准要求防御性行为“相对于构成的威胁要合情合理。”这里，鉴于梅萨收购的强制性本质，优尼科的回应是合情合理的。

优尼科，再加上露华浓，都可以被描述成对20世纪80年代美国证券交易委员会反收购立场的精心应对。特拉华州法院规范和限制收购的决定可谓是一个橄榄枝，以防止美国证券交易委员会在这舞台上发挥更大的作用。20世纪80年代的战争行将就木，美国证券交易委员会对收购规范也早已不感兴趣，因此1995年特拉华州最高法院在优尼特雷恩公司和美国通用（American General Corp）一案中解除了对收购防御的限制。优尼特雷恩认为，特拉华州法院应该首先查清目标公司对收购的应对是否是可能的或强制的。如果不是，那么法院应该在“合理范围”内审查决定。

优尼特雷恩的真正影响在于它的事实。在优尼特雷恩案例中，优尼特雷恩的董事会发起了要约回购，提高目标公司董事控股，以15%或更大的股东（在该恶意收购案例中，通用就是大股东）作为门槛阻止并购交易。优尼特雷恩也采用了以15%为门槛的“毒丸”计划，限制随后的收购者对目标公司股份的收购。特拉华州最高法院批驳了下级法院认为这些应对措施相对于构成的威胁来说是不合理的这一发现。特拉华州最高法院陈述道：“采用‘毒丸’计划和限制性的回购计划不是强制性的，并且回购计划也不应该被拒之门外。”

当时法院将其返还下级法院重审，看这个“在算数上不合理或实际上高不可攀”的计划是否能够完成收购，并且相对迫在眉睫的威胁这是否合理。然而，就其他方面的意见，法院给下级法院拍电报暗示说优尼特雷恩董事会已经满足了这个新的审查。据此，优尼特雷恩关于优尼科的训诂给目标公司足够的自主权以采取强有力的、潜在的有碍收购的防御，只要它们没有完全排除代理权之争。

优尼科审查作为优尼特雷恩随后的修改，十分有限。有人统计，在优尼特雷恩之后特拉华州法庭只推翻了四起防御反应，由于不成比例或是根据优尼科标准被排除在外。除了欧慕尼凯公司以外，其他都是在衡平法院敲定的。徘徊于优尼科标准的边缘，法院在收购中扮演监督的角色，一再惩罚目标公司董事会，因为它们打压有成功潜力的投标，或是在比赛中不公平行事以改变比赛规则，不管怎样，其目的都是一样的。因此，在下面这两个案子中，卡莫迪公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和Toll兄弟公司，明导国际公司和Quickturn设计系统公司，特拉华州法庭取消了无手和死手“毒丸”计划。接着在切萨皮克能源公司和绍尔公司的案子中，衡平法院认为，根据优尼科标准和优尼特雷恩标准，在获得代理权之争的胜利后又挫败主动收购者的收购中所采用的内部规定是不可持续的。然而，这些决议就像放任的海洋中的一些小岛。特拉华州法庭在很大程度上赞成绝大多数的收购防御行为，优尼科标准大多限于预防性检验。在此缩紧之后，两名学者将优尼科标准标记为“死亡”。

结果是双重的。首先，如果对优尼科原则有潜在的（如果不是实际上的）违反的话，诉讼仍是任何恶意收购的要素之一。因此，特拉华州法院保留其对恶意交易的监督审查。其次，鉴于特拉华州法庭对优尼科的严格解读，除了露华浓义务之外，董事会采取防御行为的选择范围很大。

收购防御的重要类型

白衣骑士——购买反抗恶意收购的目标公司的友好买家。

白衣护卫——白衣护卫与白衣骑士类似，但友好买家购买目标公司的很大比例的股票而不是整个公司。

帕克曼防御——目标公司以收购袭击者的方式来回应其对自己的收购企图的一种战略。最著名的例子发生在1982年Bendix和Martin Marietta的收购之战中。

融资资本结构调整——为排斥恶意收购者，目标公司借来大笔资金用于支付股息或赎回股票。如果成功，这将让目标公司杠杆太多以致收购者无法利用债务杠杆收购。

王冠上的珍珠出售——目标公司出售主要资产，使不期而至的收购者对其失去兴趣。

金色降落伞——目标公司控制权发生变动时，对员工，通常是高层管理人员提供的补偿。通常采取现金支付形式，加速限制性股票和股票期权归属。

绿色讹诈——目标公司以其他股票持有者愿意的更高的价格来收购猛烈抛售者的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拒鲨——防御恶意收购的章程。例如：分期分级董事会制度、公平价格条款、多数条款、限制董事资格条款。

州反收购法——20世纪80年代以来，大多数州设定法律以增加恶意收购的难度，在一些州（像宾夕法尼亚州）没有目标公司的首肯，恶意收购几乎是不可能的事。这些法令的例子包括：员工持股、公平价格、生意合并等。员工持股法令通常规定，目标公司的绝大多数公正的股东提前同意收购者控制的并购。公平价格法令一般要求企业和持股10%或以上的人的合并需要收购者的公正股东的批准，除非被豁免（主要是公正股东的批准或公平价格的支付）。当收购者持目标公司股票达到15%～20%的时候，生意合并法令通常禁止收购者和目标公司进行生意合并，除非目标公司董事会或指定比例的目标公司的公正股东预先同意购买。

勃拉休斯标准和股东投票

特拉华州法院也根据勃拉休斯控股和阿特拉斯公司的案子审查目标公司董事会的防御行为。“当董事会行为的首要目的是干涉或阻碍股东行使管辖权并且没有给予股东足够的、公平的机会投票时”，则运用勃拉休斯标准。关于该标准的继续存在和它是否符合优尼科标准的问题曾经有过大量的争论。然而，特拉华州最高法院在2003年MM公司和水声公司的案子中，再次重申了其有效性，当时其持有的观点为，根据优尼科标准，将董事会成员由5人增至7人以防止有人控制的防御行为缺乏令人信服的理由。法庭在优尼科标准的范围内运用勃拉休斯分析，因为只有在竞逐董事选举中首要目的是干涉或阻碍股东投票效力时，才需要采取董事会的防御行为。

毒丸的出现和恶意竞标人展开代理竞争的有效需求可能意味着，勃拉休斯标准将在出于控制公司目的的恶意收购中继续发挥重要的作用。在新近发生的默西亚和因特泰尔诉讼中，衡平法院在恶意收购之外使用了勃拉休斯标准。在该案中，特殊委员会推迟了股东就并购提议投票的日期，因为当时举行投票会有可能招致失败。副首席大法官斯特莱恩主张，勃拉休斯标准不大适合。相反，该标准应该被纳入优尼科的标准中。然而，在认识到只有特拉华州法院能影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种变化后，应将该标准应用到其他判例中，发现由于一家管理公司的推荐书发生了变化，以及董事会出于“诚实的目的”等诸多因素，这次推迟是有正当理由的。这一主张支持两个案例中的一个，到目前为止，特拉华州法院实际上已经应用了勃拉休斯标准并发现了集中行为。

事实上，勃拉休斯不经常和恶意收购产生瓜葛，可能因为董事会现在经常被建议，在悬而未决的恶意交易中它们影响代理机构的能力有限，以及特拉华州法院更愿意根据优尼科标准审查目标公司对恶意收购的反应。因此，勃拉休斯标准的影响是一种监督力量，虽然很少被援引，但是会被担心门槛过高的目标公司董事会所遵循。问题依然是副首席大法官斯特莱恩改写勃拉休斯标准的尝试是否有把握。如果有，是否将应用于所有收购票选？鉴于公司对代理机构的控制及其初始地位和轻松处理，这种行为可能是不明智的，通常所有收购交易的投票都应该运用勃拉休斯标准。

恶意收购的未来

斯特莱恩重写勃拉休斯标准的企图表明了特拉华州法律的姿态。有许多学者，甚至是法官都想简化特拉华州法律对收购的多重标准。相反，他们主张特拉华州法律在很大程度上应该依靠独立和合理的检验。只要董事在收购中行事合情理并是独立的，那么他们的行为就应该被坚持。这种行动尚未成功，但是它有可能最终导致特拉华州法律标准的合并。

这种行动相信更明显的事实。甚至根据最近的标准，特拉华州法院几乎没有依赖任何标准来干预恶意收购之战。相反，特拉华州法院公开要求日益规范收购竞争。当特拉华州法院发现目标公司或收购者任何一方侵犯责任，他们通常只会命令其纠正。这就让特拉华州法庭大讲特讲道德故事：你们这些目标公司的董事和买家的所作所为是不对的，千万别再犯了。当时律师和学者记下了这些失误，有可能是想建议客户不要再犯这样的错误。但是一旦纠正公开，对交易本身几乎没有任何影响。当目标公司董事会采取行动完全排除要约时，特拉华州法庭采取实际干预行为。特拉华州法庭表现得像个犹豫不决的天使，而不像个仲裁人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少最近几年，这一进程似乎奏效了。特拉华州法庭也为投票的财富最大化维持一个公平竞争的环境。董事会可以拒绝收购并且拒绝出售，但是这不能排除投标和使用代理权机制迫使控制权的改变。因此特拉华州允许在这些交易中用股东压力的软实力取代法律的裁判，克服管理控制的威慑作用和代理权争夺的可能性。股东权利的软实力在公司有效出售时收购，阻止采取收购防御。由于更多积极的私募股权基金和其他股东的出现，他们努力利用这些事情，因此这种趋势很容易增长。这可能就是为什么大量恶意收购导致目标公司出售的原因。

因此，特拉华州在收购防御方面很容易得手，这就允许许多阻碍收购的手段存在，例如“毒丸”计划。然而，这可能不是件坏事。它实际上让董事会实现了“毒丸”计划的目的和收购防御，以防止盈利性过低报价，但允许股东在预防管理缺陷时发挥作用。理论上说，实力奏效了。英博和微软的要约很明显地反映了股东和股东积极主义者日益增长的重要作用。不过，在雅虎案中，在过去的一年里，拒绝出售的防御事与愿违，因为许多收购者在股东压力起作用之前就撤回了收购计划。这是否是市场条件还是世俗趋势的一个功能还有待观望。

股东实力可能会发挥作用的证据来自恶意活动的增加。很明显，最近几年恶意活动的数量已经大大低于20世纪80年代的水平。一些人还将收购活动减少同特拉华州放宽对收购防御审查联系在一起。过去几年里活动的增长和对冲基金股东积极分子以及良好的公司管理运动有密切的关联。这可能是股东的软实力确实是放宽的特拉华州标准的一剂补药，尽管看似有些放任自流。在这种情况下，特拉华州关注的议题是有道理的，即通过勃拉休斯维护股东的选举途径以达到影响收购者的目的。

其中没有一个要废除分期分级董事会，这种收购防御似乎对股东更为不利并且侵犯了管理层。正如别布·丘克在其著作所论述的，分期分级董事会可以充当对恶意收购者的威胁。原因很简单。反对拥有分期分级董事会公司的恶意收购者可以用两年的时间来获得主要控制权并完成收购。很多公司都不希望为了这个不确定的结果花费如此多的时间和精力。鉴于此，通过大量研究发现，分期分级董事会遏制了收购并导致成功的效果甚微。这项研究十分复杂，即是否因为需要克服目标公司强大的防御才造成分期分级董事会溢价过高。

一些人认为，独立股东的增多和管理股权的增加都不利于分期分级董事会制度。尤其是，赢得第一轮股东选举的胜利和推选少数候选人名单（也就是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占董事会三分之一的席位）的能力让公司压力倍增。这里，被引用最多的例子要数惠好公司收购威拉梅特工业公司、穿越航空控股公司收购中西航空公司的失败。在这两个例子中，收购者选举少数董事候选人，强迫目标公司进入交易控制的变更。威拉梅特接受惠好公司的并购，而中西航空则将自己出售给了白衣骑士TPG。

不过，假设分期分级董事会导致较高溢价，降低了成功率，拥有分期分级董事会的公司股东也可能满盘皆输或游走在失败的边缘。尽管“毒丸”计划和其他收购防御可能震慑了收购者。更多的股东积极分子的议程可能确实阻碍了分期分级董事会，但是这还有待进一步研究。能够从长远角度维护董事会独立，分期分级董事会可能是创造价值的一个恰当的工具。但是在收购领域里，迄今为止这还仍是值得怀疑的方法。

在2009年前5个月，恶意活动上扬势头继续。在此期间，全美27.78%的活动出于恶意，同比2008年同期为20.8%。如果恶意活动继续上升，公司也可能被拖累，试图阻止股东的势力。在过去两年里，公司意识到自身的相对软弱，立即尽可能武装自己。2008年，122家公司采纳了“毒丸”计划抵御收购者。而在2007年只有71家公司在第一时间采取了“毒丸”计划。大幅度增加的“毒丸”计划很可能是公司的尝试，尤其是其市场相当大的份额都可能在未经反托拉斯法备案的情况下被收购小型公司，这也是它们反对恶意收购企图的市场信号。尽管“毒丸”计划不能阻止要约，但是采取这些措施预示着目标公司在未来更加积极的应对，这可能是20世纪80年代积极收购防御的一种回馈。这种反应推动收购法律进一步倾向目标公司管理层，打破了特拉华州法律不知不觉达成的平衡。换言之，股东的软实力还是脆弱的。

最终，收购者从一开始恶意收购蓝筹股，就走过了漫长的道路，加拿大国际镍公司对全国最大的电池生产商ESB的主动报价。高盛和其他投资银行以及法律公司拒绝参与恶意收购的日子也一去不返了。1995年恶意收购可能实现了充分的合法性，当时IBM对莲花公司发动的恶意收购是里程碑式的，能够被载入教科书。从那时起，恶意交易在市场上就拥有一席之地，成为交易机制的另外一面。它们不再是20世纪80年代由收购和瓜分公司的入侵者发动的强制性收购。现在，恶意收购成为战略买家运用协助和增长条款的地方。它成为战略交易主流的一部分，是下一章的主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章
Gods at War

玛氏、辉瑞和战略交易的变脸

在第六次风潮中，私募股权的慷慨让战略买家蒙上阴影。从2004年到2007年，战略交易（即买家为自营公司而不是私募股权公司那样的金融买家）占全美收购的71%。战略交易还包括绝大多数的并购，但是它们的形象和作用还受制于私募股权的进攻性策略和大多数公司的收购意愿。

在这种大环境下，卖家能够吸引大量私募股权买家同战略买家竞争。因为卖家支持竞标，拍卖成为更为频繁的出售公司的手段。私募股权全力参与拍卖。简易信贷的自由可用性意味着私募股权最终可以和战略买家一争高下。在以前，战略买家几乎总是能毙掉私募股权的报价。之所以可以出高价这样做，是由于通过联合目标公司合作经营，战略买家可以实现成本节约和协同作业。

因为私募股权一次性购买公司，因而缺乏这些优势，但是拍卖和并购的决定因素发生了改变。现在，决定因素是哪个买家能承担最高可能性的债务负担。随着私募股权的发展，这些公司甚至开始创造它们自己的买家，利用战略买家可以实现成本节约和协同作业的能力杠杆调节私募股权购买者的优势。最著名的例子当然要数阿波罗的瀚森特种化学品公司。瀚森出价高于战略买家巴塞尔控股，以100亿美元购得亨斯曼，这对亨斯曼和瀚森来说都是几近致命的结果。

交易机制包容这种融资趋势，在这些拍卖中，投资银行开始成功地说服目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标公司提供挂钩式融资（stapled-financing）。挂钩式融资是预先包装的融资，由目标公司的投资银行在拍卖中提供。收购者被鼓励使用融资。挂钩式融资允许目标公司通过均化收购融资（homogenizing bid financing）在买方中创造平等的环境，也让投资银行代表目标公司和买家获得双重利润。股东抱怨说这会产生利益冲突，但是实践还在继续，同时有些目标公司还雇用另一个投资银行来掩饰冲突，从而产生更多的费用。

便宜信贷（cheap credit）的可行性和私募股权的出现也改变了第六次风潮中买家提供的选择的本质。作为一种并购货币，现金逐渐控制大局，这标志着第五次风潮科技泡沫的首选货币股票的有力转变。战略买家对现金的增加使用也预示着一个更加保守的收购方法。在科技泡沫中，许多买家用公司股票稀释收购，持续惨败。最后一个例子是2001年美国在线和时代华纳的合并，这让时代华纳股东损失高达2 200亿美元。现金的运用被视为并购中的规范力量。股票可以自由发行，但是经理人必须努力确保为融资借来的钱能够还上。鉴于前几年命运多舛的交易情况，这种情绪是在第六次风潮中对规范收购的一种间歇性的集中体现。

为了成功，规范收购成为股东和市场观察家所珍视的目标，但是在此期间交易决策的社会因素变得不那么重要。在战略交易中，主要考虑的问题之一就是资源的整合。买家不仅要完成交易，而且要让目标公司的业务、管理和员工有效地融入买家自己的企业文化。在第五次风潮中，由于以对等合并交易为主，所以这是一个重要的问题。在这些交易中，不存在买方设计。相反，各方都声称是为了纯粹的战略原因平等地合并在一起。不幸的是，很多这样的交易后来都由于矛盾激化而各奔东西，例如摩根士丹利以100亿美元同添惠金融公司（Dean Witter & Co.）对等合并，花旗集团以374亿美元同旅行者集团（Travelers Group Inc.）对等合并，因为每个公司的执行机构都想争夺控制权，所以文化也没能有效地整合。在第六次风潮中，公司早已吸取了经验教训。对等合并交易变得不多见，买家自行选择将来能更适合自己文化的目标公司。

目标公司本身也变得较少通过合同协议关注自身文化的维护。在此期间，有两个例外很有名，那就是皮克斯（Pixar）和道琼斯。当迪士尼于2006年以74亿美元并购皮克斯时，同意以强有力的措施单独维护皮克斯的文化，包括并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购合同中的一个条件，即“皮克斯的总部还将设在加州的埃默里维尔市”。皮克斯大门口的牌子也不会变。2007年鲁伯特·默多克的新闻集团(News Corp.)以50亿美元并购了道琼斯，双方成立了一个由“杰出的社会和新闻工作者”组成的五人独立特别委员会，该委员会拥有除《华尔街日报》总编辑、社论版主编和道琼斯总编辑以外的批准权。这种独特的安排源于鲁伯特·默多克和掌控道琼斯的班克罗夫特家族的不信任。

第六次风潮中的战略交易也深受收购全球化的影响，这一点在第5章有所讨论。此时的跨境交易价值剧增，从2004年的5 890亿美元到2007年的1.79万亿美元。开创性的国内交易也有发生，最为突出的是，惠普对康柏计算机公司里程碑似的并购引发了自身内部的代理权争夺，因为惠普的股东反对收购。由于惠普前董事沃尔特·休利特发动了反对交易的行动，因而交易演变成在惠普当时的CEO卡莉·菲奥莉娜任期上的公投。菲奥莉娜取得了胜利，并购得到了惠普董事会的首肯。后来她在题目为《艰难抉择》的回忆录中续写了这一胜利。惠普的股东输了，但是他们的反对显示了买方股东可以行使阻止交易的权利。

在此期间，战略交易的变革减少，因为聚光灯仍然停留在私募股权上。此时有两个真正意义重大的对制度的法律冲击改变了游戏规则。第一个就是2001年副首席大法官斯特莱恩在IBP股东诉讼案中的判决，恰巧发生在第六次风潮的开始。在这起判决中，斯特莱恩对重大不利变化条款的范围做出了有力的指导，证实了在并购交易中实际履约的可行性。

第二个是2005年联邦法院做出的决定，由位于纽约的第二巡回上诉法院对联合爱迪生（Consolidated Edison）和东北电力公司（Northeast Utilities）做出的裁决。在这一裁决中，法院认为，根据纽约法律，目标公司不能因为在并购交易失败中损失股票溢价而起诉。相反，对公司的唯一弥补就是补偿其损失。这一决定有点奇怪。毕竟，如果不支付溢价，那么买家在合同中同意做些什么呢？还有，纽约法院根据并购合同中特定的没有第三方受益人语言做出该裁决。

这项裁决可能导致更多的买家将其收购协议转由美国特拉华州法律管辖，坚决巩固特拉华州在收购中作为主要调节机构的作用。然而，即使在特拉华州法律下，问题也依然存在，即一方当事人在交易中是否能够获得实际履约，如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果不能，特拉华法院是否能应用联合爱迪生案的判例。这个问题将出现在2007～2008年私募股权的诉讼中，但在这段时间内是不会被最终解决的。正如我们在本章将看到的，当陶氏化学努力逃避其收购罗门哈斯（Rohm & Haas）的义务时，该问题再度成为焦点。

因此，战略交易成为信贷泡沫和第六次收购风潮中的一个背景事件。在私募股权的余烬和金融危机的压力下，这些交易及其结果将再度成为焦点。

变化中的战略交易结构

全球信贷危机和私募股权崩溃让战略交易深受其害。在此之前，战略收购结构的建立和定义无可厚非。买家通常同意按照收购合同具体地完成交易。换句话说，在法庭上目标公司可以按合同迫使买家遵守合同，完成收购。这一结构同第2章讨论过的私募股权结构的选择性本质截然不同。在同私募股权买家交易时，目标公司会同私募股权基金创建的空壳公司签合同。如果私募股权买家毁约并拒不履行合同的话，这些协议通常限制具体实施并且只提供逆向终止费。

这一不同的历史原因在于私募股权在融资上的独立。如果不融资，私募股权公司就不能完成并购。据此，私募股权公司据理力争，如果融资不成，它有终止协议的权利。否则，私募股权公司即使没有基金，也将被要求完成并购。在金融危机之后，这些支撑着典型私募股权协议选择的力量开始让战略买家忧心忡忡。战略买家开始担心融资可能落空，使其没有充足的现金来收购目标公司。在清晰频道（Clear Channel）和热内斯科有限公司的诉讼中，银行的行为让这种担心再度加强。在所有交易中，银行表现得并不担心撤离融资，哪怕这将导致其客户，即买家破产。

出于对信贷风险的担忧，战略买家在2008年春天开始商讨交易的选择性特点，这对于私募股权交易来说再平常不过了，但是在以前的战略交易中却闻所未闻。其中最著名的就是玛氏同意以230亿美元收购美国箭牌公司的协议。在该交易的并购协议中，玛氏就逆向终止费进行了交涉。该条款允许玛氏只要支付占交易价值4.5%的赔偿金，大约10亿美元，就可以随时退出交易。毫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了45亿美元的逆向终止费。这是相当大的一个数目，占公司交易价值的7.6%，约合辉瑞提供的股票溢价的一半。像箭牌之后的其他交易一样，如果辉瑞融资不成，那么就得支付这笔费用。

然而，辉瑞合同中存在两个革新，一是逆向终止费的数额，二是融资未果的本质。首先，同其他交易不一样，逆向终止费小到可以作为一种选择付款来处理，在这种情况下，费用足以让辉瑞在撤出交易时或企图捏造融资失败为其行为找借口时思前想后。其次，双方详细起草了构成融资失败的因素，只包含辉瑞评级被下调而低于投资级别。在其他所有情况下，惠氏可以强迫辉瑞根据协议具体履行其义务。这一严格的客观标准可以确保辉瑞不会为了逃避义务而捏造融资失败。

辉瑞-惠氏战略形态的变化后来出现在2009年3月默克对先灵葆雅公司的并购中。在此交易中，如果融资成功，而默克拒绝完成交易，那么先灵葆雅唯一的补救措施就是中止合同并向默克索取25亿美元的逆向终止费，此外还有高达1.5亿美元的费用。否则，先灵葆雅保留强制默克实际履行合同的权利。

这是辉瑞模式的变形，有两大不同之处。首先，数额更少了——较之默克占交易价的6%，辉瑞占7.6%。其次，辉瑞的逆向终止费只有在辉瑞等级下调时才应支付。在其他情况下，要求辉瑞商定交易。辉瑞承担的风险为，只要不是一个投资级别的公司，就有可能融资失败。在默克的案例中，有更广泛的外延，不管什么原因导致融资失利，包括融资银行破产可能性的附带条件。

辉瑞-惠氏战略模式似乎是合适的，有可能成为将来交易的模板。它也显示了律师的改革创新能力，以及这种创新如何才能度过迭代阶段进入一个更稳定的交易模式。还有，在战略交易中对私募股权形式的使用还不多见。2008年和2009年的绝大多数战略交易都是以传统形式构建的，其中包括英博以506亿美元收购百威、陶氏以153亿美元同意收购罗门哈斯、奥驰亚集团以103亿美元收购UST。然而，这三个买家都受到2008年9月和10月信用危机的冲击，由于无力获取融资，奥驰亚被迫推迟其收购。收购中融资失败的可能性是真实存在的，终点线公司在热内斯科有限公司并购中以及瀚森在亨斯曼交易中，都是由于融资失败致使买家陷入悲惨之境。买家被命令完成交易但却苦于没有现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗门哈斯的交易尤其凸显了缺乏融资的危险。2008年11月陶氏与科威特人合资企业的破裂让陶氏苦苦挣扎为并购罗门哈斯融资——不能解体、削减花红或稀释股份。正是在这个时候，也就是2009年1月26日，陶氏拒绝完成并购。罗门哈斯立即在特拉华州法庭起诉陶氏，强制其实际履行合同。在之前2007年和2008年的重大不利变化的战斗中，显而易见，罗门哈斯不曾遭遇到重大不利变化，陶氏也无法在并购中融资。

面对少数法律选择，陶氏决定争论实际履约是否可以用现金交易。尽管在合同中已经同意实际履约，但是陶氏争辩说，如果要迫使陶氏完成收购的话，这将对陶氏严重不利，迫使其削减成本、关闭工厂、裁减员工。由于这点，衡平法院应该利用其合理的酌情权忽视协议中的语言，拒绝命令实际履约，判罚赔偿金。陶氏当时争辩道，特拉华州法庭应该应用Con Ed法案，只赔偿罗门哈斯的损失部分。

案件似乎更像公共关系活动而不是法律争端。陶氏的CEO利伟诚甚至前往CNBC去褒奖罗门哈斯，同时表明尽管陶氏有法律义务，但是交易已经不再有任何意义。在审判前夕，陶氏决定不降低购买价，但是同意罗门哈斯两位重要股东将其高达30亿美元的盈利转为优先股投资陶氏。陶氏降低股价的失败以及相对溢价15%的原始股显示了陶氏争辩的无力。从这一决定来看，陶氏本可以不选择诉讼。

陶氏想寻求更好的解决办法的失败显示了公共关系活动的风险。陶氏一再公开声称如果按照合同先前的条款进行，将面临债务毁约的可能，这就让它将自己锁定在诉讼上。然而，诉讼案是如此苍白无力，审判处于风口浪尖，陶氏只能认命了。这迫使它成为一种选择，不利的裁决现在有可能吓坏陶氏的贷款人。

最终，陶氏的艰险和辉瑞的先例都很可能在战略交易中刺激反向终止费的使用增加。尽管在商讨这些条款的时候，目标公司和买家将继续就可选范围讨价还价。目标公司更青睐辉瑞的范例，买家则为更加传统的私募股权反向终止费辩护。这些讨论的过程将影响战略结构的未来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不良资产交易现象

金融危机为战略交易世界带来了另一个新的发展——不良收购的增长。在2008～2009年这段时间，信贷市场冰封依旧。因为这样，陷入财政危机的公司经常无法获得所需的债务人融资，从而难以继续经营。然而，即使有融资，《2005年防止破产滥用及消费者保护法》实施的改革也让公司的破产重组更加困难。相反，这些公司转向战略买家以维护他们的生意，避免清算。

但是买家很少，因为公司要么不打算冒险收购，要么就是缺乏并购的资金。在一些很极端的例子中，缺少买家引发了反向拍卖，公司为了一个买家而相互竞争。雷曼前CEO理查德·福尔德一再想和美银CEO肯尼斯·刘易斯取得联系，在他家谈谈购买雷曼的事。刘易斯的妻子对他说，如果刘易斯感兴趣，会给他回电的，雷曼兄弟没有搭上美银这条大船，美银最终选择收购美林。因为无法找到买家或获得政府援助，雷曼被迫宣布破产清算。

面对这些困扰的买家激活了大量法律手段，在价格和收购条件上讨价还价。买家试图牢牢锁定目标公司，同时在交易完成前尽可能获得终止合同的机动性，以应对目标公司的进一步恶化。在寻求这些双重目标中，2008～2009年这段时间的收购超出了法律极限，谈判条件也在测试特拉华州和其他州的法律限度。

可能这一不幸发展的最佳例子就是中美能源控股公司于2008年9月19日签署的并购联合能源集团的协议。中美是巴菲特旗下的伯克希尔–哈撒韦公司的子公司。联合能源濒临破产，接受中美以每股26.5美元的价格收购，约合47亿美元。此外，为了满足联合能源近期的资本需要，中美也购买了联合价值10亿美元的优先股，溢价8%。

为换取近期的流动增加，中美谈判进行得很艰难。中美结束交易的权利是有条件的，由于联合的高级无担保债务仍然被评为投资级别，这是重大不利变化条款的后门形式。中美在协议中也商讨了尽职尽责终止权问题。如果，在结束前，中美发现联合的生意较之2008年6月30日有所退化，数额超过4亿美元，那么中美有权终止合同，这具有深远意义。联合能源公司的出售，包括转让核电站。通常州以及联邦法律的批准过程要一年以上。通过商议董事会这段时期是否尽职，中美获得超过重大不利变化条款的长期的实质性保护。

此外，中美商讨了强制投票条款，要求联合举行股东投票，即使有第三方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高的报价，一旦投票批准合并，联合就不能终止合同接受更高的报价。如果联合的股东不同意，则要求联合赔偿中美1.75亿美元的终止费。

中美并购协议也包含反向终止费，根据协议，中美最高赔偿额为10亿美元。最终，如果竞价成功，中美有资格获得大约2 000万股的联合能源普通股，占已发行股的9.99%，大约合现金4.18亿美元。一旦得到支付，中美将获得超过10亿美元的现金和债券。中美抓住联合走投无路的心理在谈判中大肆砍价。竞标联合能源的结局，实际上对联合能源是有利的。因为在中美流动资产注入的3个月后，EDF集团给出更高的报价，巴菲特的中美出局了，但是拿走了10亿美元的薪酬。

联合能源的交易显示了收购者在处理陷于困境的交易时的意愿和能够走多远。当买方试图获得尽职尽责条件、反向终止费、强制投票条款和高出正常水平很多的分手费时，其他不良资产的交易开始效仿联合的交易。例如，美银在收购美林的协议中商讨了强制投票条款。美银还商讨了一个条件，即只要有第三方更好的报价，美林董事会可以改变其交易的推荐人选。这个条件是对董事会受信责任的压缩。由于对董事会的过度限制，根据特拉华州法律，这也有可能被视为无效。在美林的交易中，利用股票期权协议执行的终止费有可能上升到交易价值的4%，或是20亿美元，大大超过平常标准。

在更极端的例子中，当买家不想受目标公司不良投资决定的影响时，就存在资产购买的现象。资产购买允许买家只购买选定的资产和债务，因此买家可能将其不愿意评估的目标公司债务留下。资产购买是历史悠久的并购公司的方法。摩根大通选择购买华盛顿互惠银行的资产和选定的债务，但不包括公司本身。这就让摩根大通避免承担其所不愿评估的资产，也就是和地产相关的抵押证券和贷款。没剩下什么的华盛顿互惠银行只好申请破产。

购买陷入财政困难的公司股权的买家也经常讨论有害股权转换，但不会购买整个公司。有害股权转换通常包括如果收购后目标公司股价下跌，自动重设所要支付的单股股价。因为有稀释其他股东的巨大潜能，所以只有最绝望的卖家才会接受这类投资。在这种环境下，买家将在未知情况下被迫通过这些条件。

得克萨斯太平洋集团（TPG）在华盛顿互惠的不幸投资就是一个例子。早

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收购中获胜，他们的股东获得股票溢价。对于买家来说，统计数据难以确定。2/3的研究发现，收购为买方创造或保留价值，1/3的研究持相反观点。在这一更加具体的证据基础上，罗伯特·布鲁纳教授发现，围绕着收购开支是否源于价值界定的争论，在收购中对于买家来说是有规则的。他指出大多研究得出的结论为，绝大多数买家赢得了资本成本。然而，回报分布广泛，一些买家大体上或得或失。来自地狱的交易（a deal from hell）和个人因素不仅对买家有负面影响，而且对收购利润的研究也存有偏见。

基于所有这些证据，看上去收购确实管用，但是对于成功交易所必需的协同作用、成本节约和价值创造却很难实现。换言之，收购是块难啃的骨头。他们需要为收购后制定明确的计划，能对并购后的公司文化做出有效的整合。基于君权建立或其他征服概念的随意收购，不可能有必要的纪律。尽管，仍然很难说私募股权在总体上是否值得，当然过去在2004～2007年间的收购让人心烦意乱，纪律性强的公司，如KKR和黑石集团，赢得了长期的巨额回报。KKR旗下前10大私募股权基金的年均净资产收益率为20.2%，而黑石集团自1987年公司成立以来，其年均净投资回报率为30.8%。

甚至在经济动荡时期，经久不衰的收购活动也意味着收购价值。收购规范化的趋势和不良交易的增加可能也导致收购中产生更多的价值。顶着这些压力，公司经营管理和交易机制的自我意识将一直催生一些资源浪费的收购。这是一场不会结束的战争，将继续在未来的日子里塑造战略交易。

特拉华法和战略交易

和恶意交易一样，战略收购也受特拉华州法律标准的指导，主要问题还是露华浓义务（即目标公司董事会为获得合理价格最大化的义务）的应用。在1989年派拉蒙通信事业和时代集团的案例以及1994年派拉蒙通信事业和克维思电视购物网⊖的案例中，特拉华州法律限制使用露华浓义务审查董事会面对

⊖ 美国最大的电视购物公司，QVC即质量、价值、便利。QVC公司总部位于美国费城附近，美国本部有1万多名员工，在英国、德国、日本设有QVC分公司。QVC以百货营销业绩及优质顾客服务使其成为业界最被推崇的公司之一。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不可避免的解体或控制权改变时所作出的决定。这两个判决有效地消除了根据露华浓义务对“股权置换”并购交易的审查。特拉华州法庭给出的原因是，在这种交易中，买家和目标公司的股东分享合并后企业的所有权，因此控制权几乎总是不确定。露华浓义务因此也不适用于此，并且股东的行为还受优尼科或勃拉休斯标准的审查。这些判决深深影响了第五次浪潮的交易结构，带动了股票对价的广泛使用。参与者现在可以将“股票换股票”的交易看做是对等合并，避免使用露华浓义务。

“股票换股票”的并购结构在第五次浪潮中的广泛使用也伴随着禁售期（也称锁定期，锁仓）使用的增加而增加。由目标公司和买家商定的禁售期是一个交易保护装置，以确保交易不受来自第三方收购者的干扰。禁售期的例子包括股票期权、分手费、王冠上的珍珠（最好的股票）在内的资产期权、强制投票条款、不对话、不询价。

重大交易防御范例

分手费/终止费——目标公司支付给收购者的用以终止合同的费用。通常，如果目标公司接受第三方要约而终止合同，或是股东反对收购但随后在未来规定时间内接受了第三方要约，这笔费用是应该支付的。

股票期权——是目标公司授予买家购买目标公司股票的权利。通常，这种期权支持目标公司股份的19.9%，在和支付分手费类似的情况下，一旦终止协议，期权就一触而发。

资产期权——是目标公司授予买家购买目标公司的主要资产的权利。在同支付分手费或股票期权类似的情况下，期权也能被引发。虽然这种期权的价格可以打折，但其目的是避免随后的收购，因为第一位投标者可以放心地迎接目标公司最有价值的资产。

股东支持协议——是和目标公司重要股东签署的协议，通过投票协议支持合并或通过要约协议进入要约收购。

不对话——是并购协议中的条款，目标公司及其代表都不理会其他第三方收购者。在最常见的形式里，目标公司被允许同其他潜在收购者打招呼，只要目标公司预先决定对话时，或是在可能导致更好的合理要约时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不询价——是并购协议中的条款，目标公司及其代表都不询问第三方报价。

强制投票条款——是并购协议中的条款，要求目标公司掌控股东有关收购的投票，即使有更高的竞争性报价出现。

约翰·科茨和古汉·萨勃拉曼尼安两位教授以1988年到1999年8月31日这段时间内发生的收购为背景研究禁售期，从中发现："在美国，善意合并的价值远远超过5 000万美元，1998年80%的交易有防御表现，而10年前为40%。"他们也发现，在他们的样本中"全额换股交易比现金交易（39% vs. 12%）或混合交易（18%）更容易锁定交易，但比现金交易（46% vs. 47%）或混合交易（55%）更不可能完成。"总计结果为，全额换股交易（由优尼科支配）中的锁定交易行为发生率要远远高于现金交易。差异可能来源于审查适用的标准不同。现金交易中的锁定交易行为由露华浓义务审查，因为它们涉及收费控制。相反，股票交易中的锁定交易行为是根据特拉华州法律接受较低标准的审查。目标公司意识到其中的不同，所以利用所谓的自主权在股票交易中商议更多地锁定交易行为。这就让目标公司有更大的自主权来保证其公司被选定的买家收购。

1997年在布拉增和贝尔大西洋的案子中，这种趋势被特拉华州法院所提倡。在该案中，特拉华州最高法院赞成贝尔大西洋和纽约电话公司商议的以股换股的对等合并交易中的5.5亿美元分手费的有效性。然而，最高法院的支持受到《时代周报》的质疑，它认为"结构安全措施"在非露华浓交易中应该接受优尼科比例标准的审查。尽管如此，法律甚至拒绝根据信义义务原则彻底审查董事会同意分手费的决定，反而根据合理理由运用预定损害赔偿金合同分析来支持分手费。从此以后，同意交易的买家不用为其他投标提心吊胆，甚至可以避免优尼科比例标准的审查。

因此这些目标公司本该有广泛的自由空间来同意私下预防锁定交易行为。例如，长途电信公司股东诉讼案中，当副首席大法官斯蒂尔坐在衡平法院里，审查大量锁定交易行为并发现他们是正当的时候，陈述到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强化司法监督并不适用，不论是终止费、股票期权还是非询价条件都不是由潜在买家创制的回应潜在危险的防御机制。

换言之，本案中因为没有其他竞标方，特拉华州法庭甚至没能找到优尼科判例标准中必需的威胁条件，来审核此案。在欧慕尼凯公司案件中，法院驳回了IXC建议的标准，反而认为锁定交易行为应该根据优尼科标准接受审查。尽管这可能没什么影响，至少副首席大法官斯特莱恩暗示，根据交易判断规则按IXC设想的审查不会和优尼科审查有太大的不同。

布拉增也牢牢地设置了终止费，这一锁定交易行为的主要形式在最近使用广泛，是不同于清算损失的审查标准。所有这些影响就是让干预收购变得更加不同、付出的代价更高，这也为买家对目标公司董事会的选择提供了先机。这里，科茨教授和苏巴马廉王教授曾经讨论过，在战略环境下，当出现另一买家时，锁定交易行为的可能性大大超过第一位买家完成交易的可能性。在此基础上，他们得出结论："取消抵押品赎回权的锁定交易行为确实存在，更广泛地说，锁定交易行为的确影响了收购结果。"

因此目标公司可以同意交易，商讨保护以确保他们选择的买家能完成交易。在20世纪八九十年代的开放裁决之后，终止费的使用开始成为准则。根据这一研究，终止费在1989年还不多见，当时，它占全部收购的2%。然而，到1998年，这些条款出现在60%以上的收购中。在布拉增之后，当目标公司试图影响收购进程时，这些费用变得更加老生常谈。当目标公司和买家不经常使用股票和资产锁定时，它们成为法律上的锁仓。

当时，在欧慕尼凯公司和NCS保健公司的案子中，当目标公司已经同意强制投票条款时，特拉华州法院限制绝大多数股东同意股票锁仓的能力。最后，尽管特拉华州法院从未讨论和锁仓本身有关的基本问题，但它们日后在欧慕尼凯公司的运用依然很普遍，虽说特拉华州法院的疏忽受到在欧慕尼凯公司中指定的规定的限制，并且一些学者的论据为这些规定阻止随后出价。但是，在欧曼和卡尔曼的案例中，衡平法院严格解释了欧慕尼凯公司法例的范围，明显降低了其影响力。

第6章中提到的2008年的另一个判决中，副首席大法官兰姆对欧慕尼凯公司的限制几乎到了毫无意义的地步。"欧慕尼凯公司的案例的生命力是持续不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

断而又有问题的"，衡平法院的副首席大法官兰姆在奥普替玛公司和WCI钢铁公司的案子中如是说。在WCI的案子中，兰姆拒绝通过合并北方钢铁公司[⊖]来停止对WCI的收购。争议集中在对这一交易的批准机制上。WCI的董事早已同意并购，并购协议也已签订。在这同一天，WCI的股东也以书面同意书的形式同意合并。事实上，并购协议允许在WCI的股东不批准并购的情况下，北方钢铁公司中途终止合同。奥普替玛，一个比北方钢铁出价高出0.14亿美元的竞争收购者提出起诉。奥普替玛争辩道，这一快速股东投票选举行为是锁定欧慕尼凯公司的有害行为。更具体点说，WCI董事会批准并同意合并，并在当天就安排股东就是否同意举行投票的行为，违背了欧慕尼凯公司之前提出的托付行为要有意义，并且不应该锁定交易的要求。

兰姆反对这一论点。他们只对欧慕尼凯公司法例的持续有效性发表评论，尽管他也提到，但并不同意推翻它。接着他说："在特拉华州一般公司法中，董事会对并购协议和股东必须投票之间的特殊时间段无特别规定。"

对于欧慕尼凯公司的对手来说，结果是凯歌高奏。欧慕尼凯法例现在可以说是只能在有限情况下应用，即在控股股东不能根据书面同意书立即采取行动的情况下，或是贝尔斯登的极端情况下，也就是公司董事会试图不经股东投票通过对无关联的第三方控制的情况下。鉴于此，很多情况并不是这么回事，欧慕尼凯公司法例今天已经限制使用，特拉华州最高法院甚至没有机会来否决它，因为它需要牵扯独特的事实。

这些案例的结果将战略交易分为两种模式，即现金或股票。现金交易以较高的露华浓标准审查。实际上，露华浓标准的变迁和优尼科的较低标准有关系，只要公司同样出售。公司有拒绝出售的权利，一旦同意，它可以接受锁定交易，潜在地排除其他收购者。此外，唯一的限制是如果有出价更高的收购者，公司必须做的事。如果按照露华浓标准行事，那么公司必须保持自己挂牌出售，直到股东就此交易投票。如果交易是为了股票对价，公司可以只是同意这些防御，尽量避免出价更高的收购者。结果是，为避免这一差别，买家和目标公司都有构建一个股票交易的动机。

⊖ 北方钢铁公司在俄罗斯经济转轨时期成为其最大的钢铁公司，曾执行现代化改造计划，并被认为是俄3大钢铁公司中最具发展潜力、最被西方投资商看好的公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，特拉华州法庭允许目标公司有权自由商讨除露华浓标准之外的交易中的锁定行为，也有诱惑买家以分手费的形式去努力争取最大约束力的锁定行为。这也导致了2008年和2007年的平均分手费分别为3.5%和3.53%。但是，在2008年和2007年，分别有22%和23.2%的交易分手费超过了4%。同布拉增之前的2.8%的平均分手费相比较，这些锁定交易行为的影响是增长的，因为股东几乎没有否决提出申请的并购提议。从2003年到2007年，只有9笔收购被股东否决。在某种程度上，这反映了一个事实，即当失败注定了的时候，几乎没有投票选举发生。还有，结果是更多限制性的锁定交易行为明显的上涨，结果被科茨和苏巴马廉王两位教授所引用。这一行为是否真正排除了其他交易还是一个有待解决的问题，科茨和苏巴马廉王两位教授声称，或将在未来被股东积极主义所抵消和充分遏制。

同时，特拉华州将维持对这些锁定交易行为的关注，在很大程度上将分手费限制在3%的范围并为这一水平或以上的清算损失条款提出一个连贯的理由，作为真正的激励招标。此外，因为股东没有投票权，作为对股东选择的限制，支付的分手费应该被严格审查。收购者应该得到收购补偿，但是，当锁定交易行为预先阻碍了收购竞争和过度补偿时，这对股东来说是有害的。在露华浓方式之外这是尤其真实的，董事会可以对恶意收购说不，对任何并购都树立双重防火墙。因此，对锁定交易行为的严格法庭整顿可能是有益的。

露华浓义务和市场检查

如果董事会决定以现金交易出售公司，那么露华浓义务则用于监督董事会竞价购买行为。在多次案例中，特拉华州法院都按露华浓义务行事以建立公平的竞争环境。在竞购案中，露华浓义务起到让竞争环境更加平等的作用。首先，露华浓义务有监督公司和买家达成一致的交易保护措施的类型。其次，在此背景下，当董事会决定出售公司时，露华浓义务用于调节董事会为满足露华浓义务的价格指令而必须做的事情。后一个要求围绕着这个问题展开，在特拉华州注册的公司必须接受什么样的市场检查，若有的话，一旦决定出售，如果公司就是不履行市场检查，可以采取什么样的交易保护措施。市场检查是一个程序，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据此，在目标公司同意预选买方收购之前，目标公司的投资银行为潜在的购买者彻底检查市场。

根据特拉华州法律，市场检查的需要总是被讨论，但是在20世纪80年代的例子中，当决定出售时，特拉华州法院拒绝按其必须使用的用以购买或要求拍卖公司的程序分类公司。相反，在一系列例子中，比如潘纳科能源公司股东的诉讼，MONY集团股东的诉讼，特拉华州法庭认为交易保护措施在这两个例子中，这些条款都是在目标公司向竞争报价问价之前敲定的。换言之，尽管缺乏市场检查，在这些情况下法庭还是能让这些锁定交易行为生效。

在这点上，特拉华州法院允许在价值范围内设定终止费，通常是交易价的2%～4%，尽管交易价是否基于股权或公司企业价值的基础上依然有待解决。这一允许是有效等价的，不过，也许比不用遵循露华浓义务的战略交易终止费稍稍严厉些。这一原则在2005年关于玩具反斗城股东的诉讼中被再度证实，斯特莱恩支持在市场检查之前达成的占目标公司股权价值3.75%和目标公司企业价值3.25%的分手费。

因此董事会根据露华浓义务行事可以提前达成交易，也同意相对强有力的交易防御，根据特拉华州法律，不用提前宣布同其他收购者的接触。如果一个出价更高的竞争投标出现并且优于别家，董事会将需要商讨受托进行，服从分手费和其他交易防御措施。而且，它提供了一个董事会商议保护最近交易的大量活动范围。

始于2003年，一个完善了的市场检查形式开始出现在大多数私募股权交易中，这就是询价条款。标准形式的询价条款允许公司在交易宣布后的30～60天内和其他收购者商谈。换言之，就是询价。自那以后，阻止目标公司招募其他投标的正常条款将被使用。此外，在这段时间里，分手费通常由交易价的3%降到1%。

询价条款在私募股权交易中广泛应用。尽管从业者认为，这些条款是装饰品，设计出来用于提供声誉掩饰。一项研究表明，这些条款在收购环境下增加价值，管理不包括在内。然而，在Netsmart案例中，特拉华州衡平法院认为，董事会在询价中通过限制其对私募股权买家的诱惑和排除战略买家侵犯露华浓义务。在这种情况下，法院赞同询价条款作为市场检查的一部分，尽管不是必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需的部分。Netsmart遵循特拉华州法院的打压不对话的趋势。不对话是即使收购更好，目标公司也不允许向宣布后的第三方询价的条款。

这就给董事会留下终止费和不对话限制，近似露华浓义务的战略交易。但是最终，露华浓义务对现金交易的审查和优尼科标准对股票交易的审查之间的不同似乎很有限。对于董事会按照露华浓义务审查行事，它似乎主要是一个公开要求，也许是关于分手费和锁定交易行为的更严谨的要求。董事会不能指定模棱两可的限制，必须运行公开出售的程序，包括对所有合理投标的考虑。特拉华州标准似乎更倾向明确赞同询价条款，但是鉴于其影响的证据有限，不可能有很强的趋势。相反，询价条款可能是主要被限制在私募股权领域的适当使用的措施。

结果是，战略买家和目标公司仍有适度的奖励围绕露华浓义务来构建交易。这是战略买家享受的一个历史优势，它们可以只付现金。这一优势在第六次浪潮时因为信贷泡沫而被淘汰。轻松信贷的结果将重建这一优势，进一步将战略买家提到关于收购的报价曲线的前面。尽管具有这样的优势，但它是否受股东积极主义的遏制，对收购建议不投票的增长仍是个尚未展开的故事。但是鉴于股东对同意并购合同的历史喜好和影响力，过度的锁定交易行为可能是股东积极主义不足以克服管理缺陷的一个领域。

战略并购交易的未来

交易机制和个性驱动的交易遭受到金融危机和众多企业倒闭的重创，例如雷石东旗下的维亚康姆和CBS以及森迪·威尔旗下的花旗集团。这两大帝国都是受自我驱动的CEO建成的，两者都在信贷危机中失策。在美林出售给美银的交易中，人们对约翰·塞恩和肯·刘易斯的指责说明了人性化战略交易的危险。

在美林出售案中，美林前CEO约翰·塞恩被指控掩盖了美银153亿美元的损失并在关门前以奖金的形式给美林员工发了个大红包。同时肯·刘易斯被指控强迫交易，通过向其股东隐瞒美林的困境以获得他们对交易的首肯。在周旋的阴霾中，指控是否真实还未明朗，但是给这两个人的声誉都留下了可怕的污点。尤其是塞恩的形象，更是由于他花费122万美元重新装修他在美林的办公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

室，包括购买一个价值3.5万美元的室内便器的事被曝光而大打折扣。顺便说一下，室内便器就是马桶的时尚称谓。塞恩后来偿还了这笔费用，但是不论有理没理，舆论的谴责依旧存在。

个性驱动模式依然坚挺，但是比前几年还是更为有限。对第六次浪潮中的规范收购的关注，将继续影响战略交易的进程。趋势倾向规范化，尤其是由于私募股权基金和其他积极投资者激励了更大的股东积极性。然而，一直享受自主并购的买家努力保持战略收购中个性的重要影响力。

尽管在可预见的未来，大规模交易不可能成为收购的显著特征。但是，战略交易往往是补强交易，对现存生意增加并购。最终私募股权将回归交易。但是私募股权将回归到一个从属的角色，再一次负于战略投资者，成为市场上的较小份额。最终结果是，战略交易有可能在交易量减少的未来几年里控制私募股权。

在这一市场，股票有可能再次成为优先并购货币，基本原因就在于股票是现成的收购货币，而现金融资在信贷市场经常是可遇而不可求的。并且，在经济低迷的时候，买家更愿意维持它们的现金储备。在市场萧条时，允许用股票支付让战略股东能够参战并为他们提供进一步参与并购的权利。这些趋势已经初显成效。在2007年和2008年，所有公布的收购中，超过66%的都是由现金构成的。然而，在2008年的收购中，只用股票约定金的收购从2007年的12%上升到了2008年的17%。

在任何经济危机中，针对支付股票的主要问题都围绕着股票价格的变动。如果一天内市场从1%上涨到5%，那么对于任何并购来说定价都是不太可能的。在这种情况下，公司企图弥补差距。它们通过商讨上下限机制，限定股票发行量的上限和下限来解决这一问题。在2008年，34%的交易试图只用股票约定金或与现金一起，但是只有9.2%有上下限。这一数量还会继续上涨，因为针对持续不稳定的行情，上下限的运用将更为普及。

但是，在这种环境下给股票估价是很困难的，所以其他有异域情调的手段，像或有价值权（contingent value rights, CVRs）已经开始显现出填补估价差距。或有价值权根据特定事件的发生付费，在2008年，在药品交易中有特定使用。只要特定的药品或其他产品符合一定的金融目的或被FDA批准，那么买家将按

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

规定价格付款，再加上后付约定金的或有价值权。通过提供这些可选择的债券，在这种艰苦环境下的交易能够缩小约定金的差距。虽然如此，或有价值权的使用仍相当局限。此外，买家在这个市场上努力寻找稳定的并购货币，因为上下限和约定金只能缩小部分差距。

在定价和约定金上做出的努力反映了战略交易世界更加广泛的变化。金融危机正在引发人们对战略交易结构的反思，留下大量没有解答的问题，可能只有在未来寻找答案了。

- 战略交易的结构。尤其是在更具规模的交易中，买家很容易在必须融资的收购中越来越多地要求期权性。目标公司将继续反对，但是它们反抗的水平依赖于市场和自身讨价还价的能力，这种能力在陷入危机的市场中大幅减少。好像在这个世界上，关于融资的期权性将一直潜入到战略合同中。但是还有更大的问题悬而未决，即当市场回归常态的时候将发生什么？战略买家将回归到更确定的结构来展示它们比私募股权公司更大的截止意愿吗？作为一种选择，担心以往信贷问题的买家将继续沿袭辉瑞模式或其变体来坚持期权性吗？
- 市场检查范围。市场检查的范围和参数也一直在变化。特拉华州确定过后再补做市场检查是能接受的。但是寻购条款已经成为规范，至少在私募股权交易和有管理参与的交易中是这样。然而这种标准有可能依然存在，问题依然是寻购条款的普及程度以及它们的使用是否起到巩固某一交易的作用，或是由买方促成更高的投标。
- 不良资产的交易。最近对陷入困境的目标公司的极端交易反映了目标公司和买家之间已发生改变的谈判杠杆。极端的条款有可能渗透到正常的交易战略中，从而进一步提高战略环境下的期权性。在对确保交易肯定性的结构的探索中，买家也设立了特拉华州法庭再次商讨在不良资产交易中或之外的锁定交易行为许可范围。
- 买家的限制。特拉华州法律中值得注意的一点是缺少对买家的限制，不论交易或好或坏。尽管存在股东施压的影响力，但良好的经营管理以及和收购相关的传统智慧有可能继续提供一个提高了的监督过程，理想机制和自我问题将继续反对这些影响。如果没有理论依据，特拉华州法律

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难发挥实际作用。如何才能监督这些决议呢？最终的结果是，买家将继续自由地决定收购，只受限于经济和社会影响力。

- 股东积极主义。代理服务所鼓励的股东积极主义和良好的企业管理实践在消除公司防御和鼓励多数表决制。由对冲基金积极投资者领导的这些影响力的持续增长，可能继续对交易施压，影响交易进程和锁定交易行为范围。尤其是这些影响力的继续增长有可能取代更多的研究，需要特拉华州法院的锁定交易行为审查。

一般来说，这些问题的答案将影响战略交易进程和交易决定。但是战略交易可能不仅占统治地位，而且是未来几年的变化焦点，尤其是陷入困境的战略交易更是如此。这些交易容易引发结构和条款的革新，容易影响到更普通的战略交易，尽管战略交易的显著回报受到了严重警告。历史上最大的交易撮合者——美国联邦政府，其行为将掩盖私人交易，即使战略交易重新返回前列。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章
Gods at War

美国国际集团、花旗集团、房利美、房地美、雷曼以及交易型政府

2008年9月，美国政府全力拯救金融系统。这一时期，交易并未终结。相反，由于不良资产并购普遍出现，加上历史上最大的交易商（在前财政部长亨利·保尔森和他的前投资银行家组成的团队带领下的美国联邦政府）加入了进来，并购交易出现了新的形式。本章的内容就是有关这一行为的。这是一个政府疯狂拯救金融系统的故事。在4个月里，政府将允许雷曼兄弟、印地麦克联邦银行、联邦储蓄银行以及华盛顿互惠银行倒闭；安排对美国银行、花旗集团和摩根士丹利进行拯救；将美国国际集团、国民抵押贷款协会——更为人所知的名字是房利美、联邦住房贷款抵押公司（简称房地美）收归国有；强迫出售瓦乔维亚；安排7 000亿美元的《2008年紧急经济稳定法》，也即TARP法案；安排了颇具争议的拯救通用汽车、克莱斯勒及其下属金融机构的计划。表10-1列出了一系列政府的重要投资机构。

政府的行为令人惊讶，其后被批评为毫无章法而且似乎也很犹豫。起初，政府对金融危机视而不见，安排了对贝尔斯登的救市计划，然后带着偏见去救助其他公司。接着，随着雷曼兄弟和美国国际集团的倒闭，政府改变策略，获得了国会7 000亿美元的TARP计划的支持。这项系统性的计划将是短命的。在对美国银行和花旗集团的拯救中，政府将迅速回到安排一次性救助的路子上来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表10-1 重大的政府金融机构投资（2008年9月～2009年3月）

公布日期	目标公司	价值（10亿美元）
08-9-16	美国国际集团	85
08-11-10	美国国际集团	40
08-10-8	美国国际集团	38
08-3-2	美国国际集团	30
08-10-28	花旗集团	25
08-10-28	富国银行	25
08-10-28	摩根大通	25
09-1-16	美国银行	20
08-11-24	花旗集团	20
08-10-28	美国银行	15
08-10-14	房地美	13.7
08-10-28	美林集团	10
08-10-28	高盛	10
08-10-28	摩根士丹利	10
08-10-24	PNC金融服务集团	7.7
08-11-14	合众银行	6.6
08-12-29	通用汽车金融服务公司	5
08-11-14	第一资本金融公司	3.6
08-11-14	美国太阳信托银行	3.5
09-1-16	克莱斯勒金融服务美国公司	1.5

有关美国国际集团的数额，包括用于偿还之前拖欠政府投资的那部分，但不包括政府所有与美国国际集团相关的开支。2009年3月2日，美国政府问责局有报告说，政府总共向美国国际集团承诺的金额为1 825亿美元（不包括商业票据）。

资料来源：汤姆森·路透。

政府行为的明显不一致，给人们留下很多疑问，到底政府的计划是什么呢？有人猜测也许根本就没有计划。但对贝尔斯登的并购，有一种解释。在大卫·扎凌[⊖]和我合著的文章《交易推动下的监管：政府面临金融危机的反应》中，我们建立的学说认为，政府在一群前银行家组成的团队的领导下，是在交易。政府像交易人那样安排救市，喜欢采纳私人的方案而非政府的措施。政府的交易人和律师们利用政府的无上权力构筑起新式的交易模式，几乎突破了当时法律的极限。

在雷曼兄弟的案例中，政府的所作所为和交易人所做的如出一辙：离开谈判桌以显示权威，又或者因为法律和政治因素制约了行动而采取其他措施。作

⊖ 大卫·扎凌是沃顿商学院法律研究与商业伦理教授。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为交易人的政府结束了交易，移向下一笔买卖；结束交易，忘记了这是一个交易中的术语。前者对构建下一笔交易很重要，但作为交易商，政府没有坚持前后一致，而是为了政治和其他利益而组织收购。政府在交易中表现出来的错误、变换工作方法以及对先例过度的依赖都无时无刻不在表明其私人交易的特征。

更为明显的是，交易型政府暴露了政府项目的谬误。金融恐慌是信息不对称和恐惧的产物。人们缺乏评估金融机构和其自身资产的必要信息，在惊慌逃离中把自己的资产从一家机构转移到其他家。恢复平衡的关键就是要通过恢复人们对受挫机构和整体金融系统的信心来战胜这种恐慌。政府的做法没有半点章法，和建立信心的目标背道而驰。相反，政府留下一摊子交易，使其看起来笨手笨脚地在应付危机，而不是控制危机。政府挽救了金融系统，但其做法阻碍了从2008年秋季的金融危机中恢复的进程。

但是，批评声在以下冷酷的现实面前逐渐发生了改变。政府在很多案例中，缺乏采取全面行动的法律权利。联邦政府在类似破产进程中没有控制非银行类金融机构的能力。政府也缺乏作为“最终贷款人”[⊖]应具有的拯救这些机构的完整的能力。相反，政府被迫在当时的法律限制下工作，而这些法律主要是在20世纪30年代成文的。这也部分解释了为什么政府采用“交易型政府”的模式。它缺乏在2008年的金融危机中拯救金融系统的能力，选择了向国会申请TARP计划，而没有要求更多的权利。因此，安排收购就成了政府的唯一选择。

政府的行为中，也有值得交易和交易制定者学习的教训，这就是展示了交易所具有的令人惊讶的潜能。通过拓宽法律的极限，政府为极端情况下的交易建立起了先例。这种先例不仅为未来的政府提供了造成系统恐慌的前车之鉴，也为私人交易者构建交易提供了参考。

⊖ 最终贷款人是指在危机时刻中央银行应尽的融通责任，它应满足对高能货币的需求，以防止由恐慌引起的货币存量的收缩（《新帕尔格雷夫货币金融大辞典》）。当一些商业银行有清偿能力但暂时流动性不足时，中央银行可以通过贴现窗口或公开市场购买两种方式向这些银行发放紧急贷款，条件是他们有良好的抵押品并缴纳惩罚性利率。最后贷款人若宣布将对流动性暂不足商业银行进行融通，就可以在一定程度缓和公众对现金短缺的恐惧，这足以制止恐慌而不必采取行动。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房利美和房地美的国有化

事情始于2008年夏天。

2008年7月11日，美国储蓄机构监管局不祥地关闭了印地麦克联邦银行并将其置于美国联邦存款保险公司的监管之下。这是美国历史上第二大的银行倒闭案。尤其困扰美国政府的是，在银行关闭之后，即便有联邦保险为其储蓄提供保障，仍然有成千上万的人排起长队来提钱。

印地麦克倒下之后，人们把注意力转到房利美和房地美两家政府资助的在全美从事大额抵押贷款证券化业务的公司身上。进入2008年8月，这两家政府资助企业受到房地产市场下滑的猛烈打击。政府督促两家机构进行再融资。但其股东却抵制股权稀释，投资人可能出于对贝尔斯登遭受的救助模式导致的股权损失心怀警觉，试图躲得远远的。

到了8月下旬，因为房利美和房地美持续无法获得融资，评级机构对它们的优先股的评级下降。融资还是没有进展。相反，由于评级机构打分降低，造成房利美和房地美的融资难度加大，随着市场失去了对两家机构的信心，市场压力持续加大。与此同时，投资于两家机构债权证券的投资者开始撤出，他们对美国财政部的欠债也开始扩大。

房利美和房地美失去了市场的支持。2008年9月5日的那一周，它们也失去了政府对它们的信心。政府的审计师发现，房利美和房地美的财会记录极大地夸大了它们的资本。根据重新进行的财会评估，两家政府资助企业在最好的时期，也融资很少，从技术层面讲，已经无力还债。政府得出结论，无论做出怎样的努力，其再融资也是失败的。在周末与保尔森部长的会面中，房利美的CEO丹尼尔·穆德和房地美的CEO理查德·塞隆恳请不要对其实施国有化。保尔森拒绝了这项请求，政府接管了企业，将它们置于监管之下。两家政府资助企业的CEO双双被撤职。此外，两家企业的监管单位——联邦住房金融局后来还分别将穆德和塞隆的解雇赔偿金削减为800万美元和1 550万美元。这一举动也是唯一的一个与救援企业相关的政府收回高管薪酬的例子。

为了增加两家政府资助企业的资本，美国财政部也介入其中，分别与房利美和房地美签订了价值1 000亿美元的高级优先股收购协议。最开始，两家企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业仅售出了10亿美元的优先股，但被允许提高配额至1 000亿美元的上限。这些股票被定位为高于已经配售的优先股，如果以现金的形式出售，需向财政部上缴10%的收益；如果是以实物的形式出售，则需向财政部上缴12%的收益。优先股的条款规定，在政府的优先股没有得到偿付之前，禁止两家政府资助企业支付任何股息给普通股股东。

美国财政部还收到了一项保证书，保证分别可收购房利美和房地美79.9%的流通中的普通股。该项保证有效期为20年，并享有名义行使价。通过这套机制，政府安排的交易，极大程度上但又没有完全地稀释股东手里的股票，并极大地降低了其价值。但政府并没有将其所有权权益定价高于两家公司的资本结构，来处罚甚至彻底消灭它们的有抵押债券或次级债券。

这么做是出于政治和经济的双重考虑。两家企业发行有抵押债券，是为了融资抵押贷款，并且在历史上被看做是一种隐性（现在看实际上是显性的）政府保障。流通中的金额超过了5.14万亿美元有抵押债券和抵押品的价值。政府无法在不对抵押信贷市场冒重大的甚至是灾难性风险的情况下消灭或削减这笔债务。

通常人们认为，次级债券不享有同样的政府担保。这笔债务被房利美和房地美用来为它们更具风险的非保兑贷款和交易资本进行融资。然后，像多数有抵押债券一样，次级债券也是由外国金融机构和主权所持有。私下里，人们认为如果这笔债务被削减了，将会在一定时期内把外国债权人从美国的债权市场赶走，而美国需要这笔钱来为联邦赤字解困。因此，美国政府限制了对这两家政府资助企业的优先股和普通股的贬值行为。

同样，政府也没有完全去除在两家企业中股东所持的优先股和普通股。相反，政府把其控股的比例限定为79.9%。这样做的确切原因还不得而知，但看起来不是为了证券持有人的保值而这么做的。相反，这么做很可能是为了符合有关的税收法律和财务规则，也是为了避免争议，要向外界表明，两家公司没有被收归国有，仍然是联邦政府之外的独立公司，其债务也不在政府的收支损益表的范围内。

无论出于什么样的原因，政府感觉到它无法完全消除两家公司股东的股份。如同在贝尔斯登案例中一样，似乎政府的目的是要在法律的范围内采取行动，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这使得房利美和房地美的普通股和优先股股东能够继续在两家公司保有有意义的股份。此外，政府在道德风险限度内，将很可能要削减房利美的111亿美元和房地美的45亿美元的未偿付次级债务，这两笔债务是没有隐性政府担保的。但这并未发生。相反，政府利用法律，像交易人那样安排援助，但同时也在政治利益的范围内最大程度地采取行动。这导致了财政部和美联储削减了优先股和普通股股东的股票，并导致了美国联邦住房金融局对支付给两家公司的CEO的离职赔偿金加以限制。但这样做，并没有达到政府可以按照公布的目标采取行动的程度。即便道德危机在此类金融行动中有某种进步，但在调整政府的活动中，道德风险仍然是一个难以依赖的不确定因素。

考虑到房利美和房地美被接管的事实，联邦政府现在成了美国大约42%的抵押贷款的所有人和担保人，而这一比例还在规模和范围上不断增长。美国前财政部长保尔森宣布，到2009年12月31日，两家企业剩余的抵押和不动产抵押证券组合将会缩减到大约8 500亿美元的规模，并将继续以每年10%的速度下降，直到其资产组合规模达到2 500亿美元。然而，这只能在以后的年头里实现了。另外，保尔森部长宣布，政府将在未来的15个月里扩大这些机构的规模，以便为房地产市场提供帮助。

投资银行死掉的一周

在房利美和房地美被部分国有化的那一周，早已麻烦缠身的信贷市场开始完全冻结，政府仍没有采取直接措施。事实上，到了9月16日，美联储没有再次调低利率；相反，它把注意力集中在了大宗商品价格上涨，尤其是高油价上，以此证明保持当时利率不变是正确的。很明显，信贷市场仍然陷入混乱。这和上个世纪的经济危机中典型的股票下降完全是两码事。跟股市危机不同，信贷危机更难被公众和监管机构发现，但此时已经要喷薄而出了。

雷曼兄弟的破产及美林的出售

在2008年9月13日的那一周，雷曼兄弟公司和贝尔斯登一样，吃下了自酿的苦果。2008年9月10日，雷曼兄弟提前宣布了季度收入报告，该季度损失39

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿美元，账面资产价值降低了78亿美元。当天，雷曼兄弟还宣布了将其不良商业房地产相关的资产以及其他一些资产剥离到一个“不良”银行的计划。许多分析家都批评这项计划不够充足。有关缺乏生存能力的谣言再次围绕雷曼兄弟展开。这些谣言很快对自身产生了推动作用，消费者开始对雷曼兄弟的生存状况担忧。他们开始撤出资产，索要之前和雷曼兄弟做买卖的附属抵押品，并拒绝为雷曼兄弟提供短期回购贷款。到了9月13日那周的周末，雷曼兄弟的流动性状况极度恶化到约10亿美元，公司面临着摩根大通的同业拆借。雷曼兄弟如果不能找到买家或得到政府的资助，将成为下一个面临失去偿还能力的金融机构。最初，美国银行和巴克莱银行都对收购雷曼兄弟感兴趣。

但此时美林自己也出了问题。美林发现，五大投资银行⊖中，它是在雷曼之后的下一个面临风险的投行。美林的CEO约翰·塞恩后来证实说，如果雷曼兄弟躲不过此劫，那么他的银行将被看做剩下的最弱的一家，也将经历同样的恶性循环。投资银行模式的未来前景受到质疑。鉴于市场动荡，以及这些银行相对于其他银行更高的杠杆比例，市场参与者在与这些机构做生意、向其投资或借贷时，惶恐不安。市场投资者机警地意识到这种情况，开始出售手中的投资银行股票，这使得投资银行的融资和安抚投资者变得更加困难。恶性循环正在呼啸而至。

出于对美林生存的考虑和对这种恶性循环的担心，塞恩在董事会的强烈推动下，联系美国银行商讨收购事宜。美国银行的肯·刘易斯很快把注意力从雷曼兄弟转向了美林这只大得多的猎物上来。周末，美林同意以大约500亿美元的价格被美国银行收购。值此危急时刻，收购美林，即使放在平时来讲，也是很正常和典型的交易。当然，其披露时间表的做法却可能和平时有些区别。美林自己披露消息，使得协议中的代表和保证都变得合法。因此，披露和进程有关的事件，肯定不能构成重大不利变化。日程表也不是公开制定的。美林可能把所有的安排都风风火火地设定到了时间表里，以保证公布的是一个完整的时间表，给美国银行不留任何逃避责任的空间，让其必须完成对美林的收购。

⊖ 美国华尔街从事投资银行业的五家最大的巨头，分别是高盛、摩根士丹利、美林、贝尔斯登和雷曼兄弟。在此次金融危机过后，只剩下前两家，其余或者破产或者被其他机构收购。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此举使得雷曼兄弟的CEO迪克·福尔德别无选择。肯·刘易斯拒绝重返认购，现在巴克莱银行成了唯一的买主，但巴克莱却拒绝在没有政府援助的情况下收购雷曼兄弟。而保尔森也不想政府充当所有金融机构的挡箭牌。很可能出于政治现实、个人喜好以及法律对政府权力的限制，保尔森敦促自由市场为雷曼兄弟找到一条出路。当巴克莱银行的监管机构英国金融服务局拒绝批准此项收购的时候，它已经铁定出局。同时，主要的金融机构拒绝（或者说其本身也没有能力）对雷曼兄弟提供直接救助。

2008年9月15日周一的早晨，雷曼兄弟控股公司申请破产保护。值得注意的是，雷曼兄弟多数的子公司并没有申请破产，而那周的周二，雷曼兄弟同意把其除了某些不良商业房地产相关资产外的在美投资银行业务，以趁火打劫的2.5亿美元的价格出售给巴克莱银行。当时饱受利益侵害之苦的贝尔斯登的股东们，毫无疑问在知道这个低价后为他们收到的价格感到了些许安慰。至少他们还不算是血本无归。

很多观察家会批评政府没有救出雷曼兄弟，造成其公债持有人孤立无援，使其出具的信贷保险成了一纸空文，商业票据失去价值。据估计，雷曼兄弟的“非计划的混乱的”破产，单在雷曼兄弟内部就造成了750亿美元的损失。雷曼的失利也造成历史最悠久、规模最大的货币市场基金——储备基本基金（reserve primary fund）跌破净值。引发投资者从货币市场争相撤资的慌乱，由此造成的连锁反应几乎使整个资本市场关门。简而言之，雷曼兄弟的倒闭，几乎导致整个商业票据市场崩溃、股票市场急剧下挫以及金融恐慌。即便不考虑雷曼兄弟是否应该允许倒闭，单单是政府是否意识到了雷曼兄弟义务的界限问题，也并不明确。另一方面，雷曼兄弟倒闭所引发的市场剧烈反应最终促使政府采纳一系列更加综合的应对危机的措施。

但这套措施的实施还得等待。保尔森后来公开表态，说政府没有救助雷曼兄弟的原因在于，政府“没有权力”，因为雷曼兄弟缺乏为美联储的贷款提供足够的资产用来抵押。此时的美国政府很明显在拯救雷曼兄弟的问题上失去了行动能力。然而，美联储之前及今后都把它的法律权利解释为在贝尔斯登一案的背景下进行贷款，这种解释对于董事会来说并不可信。也许政府无法控制雷曼兄弟，但美联储完全可以给它贷款。相反，似乎保尔森在政治上的作为受到了限制，也不愿发表一个愿意救助金融机构的声明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在雷曼兄弟破产和美林被美国银行协议收购后，投资银行模式处在风雨飘摇中。9月21日，美国证券交易委员监管下的最后两家独立投资银行——高盛和摩根士丹利，脱离了自愿监管计划，转而成为了美联储监管下的银行控股公司。这两家银行在联邦监管的保护伞下，进入了安全港，提升了投资者的信心。它们通过获得银行存款，迈上了平稳之路。这是具有讽刺意味的，因为银行存款也属于短期融资。但无论如何，市场的观点是这种模式比依赖短期大宗经纪存款和同日回购借贷来说获取流动性的方法可靠得多。这些手法熟练的金融实体在更换基金方面，要比普通美国人手脚麻利得多。

美国国际集团的国有化

随着雷曼兄弟的倒闭和美林的消失，另一家著名的金融机构也在破产的边缘上步履维艰。美国国际集团，这家全球金融业的航母，也是美国第一大保险企业，其从事保险和与不动产抵押贷款相关的信用违约交换业务的伦敦分公司正在遭受约217亿美元的损失。原则上讲，美国国际集团是一家保险公司，而不是投资银行。但不管怎么讲，它还是陷入了另一种恶性循环中，一种由信誉评级下降和按市场计价法会计准则推动的恶性循环。

美国国际集团由于损失和不能有效融资造成了股票下降，而股票下降又反过来使融资变得更加困难，这导致了评级机构对其评级由AAA级降到了A-级。美国国际集团参与了一项4 410亿美元的衍生工具合约，该合约要求美国国际集团提供大约145亿美元的抵押。美国国际集团事先没有预料到它会被降级，但这笔在信贷危机中的抵押使它无力偿还，也证明了其估计的谬误。此外，按照抵押的要求，美国国际集团的会计师们审核了其资产价值，公司被迫记录下了月600亿美元的逐日盯市损失。2008年9月15日周一，纽约州保险局局长艾瑞克·蒂娜罗允许美国国际集团从其自己监管的保险储备金中借出200亿美元，以试图拯救公司。但这是不够的。

联邦政府最初拒绝为美国国际集团提供财政援助，但雷曼兄弟受到的待遇，在美国国际集团身上没有持续多久。美国国际集团持有超过1万亿美元的资产和9 710亿美元的债务，如果它中断履行义务，信用违约掉期市场将会在很多方面出现一系列的交叉违约。反过来，这不仅会造成损失，还会使得大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司在信贷市场为其债务进行融资，而这是无法承受的。美国国际集团不是因为太大而不能倒掉，而是因为涉及面太广而不敢让其倒掉。因此，美联储于9月16日决定，为美国国际集团提供财政援助。美联储通过对《联邦储备法》授予的权力的广义解读，再次为这笔贷款扩展辩护。

政府再一次受到了法律条款的制约，同时也缺乏安排救助的机制。政府再次使用其不断发展的交易手段，在道德风险的名义下展开了一次严厉的讨价还价。当天，美国国际集团透露："鉴于不断变化的信贷透支，美国国际集团向美联储理事会出具一份担保，允许美联储在股东同意的基础上，获得美国国际集团的已发行股份的79.9%（行使担保计算在内）。"

在9月26日，美国国际集团宣布，考虑到政府的资助，它加入了最终协定。美联储以苛刻的条件把贷款扩大到850亿美元。对于已经提取的，收取大约12%的利润，未提取的收取约8.5%，另外要给美联储17亿美元的保证金。这项信贷协定要求美国国际集团所有的现金流都要用来支付美联储的贷款，对美国国际集团的任何财产处置和融资活动也要如此。贷款的条件比美国国际集团在市场上能找到的要好些，但仍然以强迫其缩减规模甚至是完全消失来偿还债务为目的。

作为提供此项贷款的交换条件，政府收到相当于其投票股和分红股总额的79.9%的优先股。政府资助企业⊖所创下的先例，在这里成了标准。尽管贷款由美联储发放，美国国际集团的优先股实际上是分配给了代表美国财政部利益的一家信托公司。为什么股权的受益者最终是美国财政部而不是美联储，至今还不得而知；很可能涉及控制权和谁来实现利润的问题。另外，政府也没有解释为什么股票被放在了信托公司手中，而没有直接分配给政府。然而有猜测说，政府这么做，目的是和美国国际集团保持一定的距离，为防止政府出于政治原因插手公司的运营提供借口。还有一个问题，就是一旦政府取得了完全的控制权，是否涉及违反了《政府公司监督法》。该法案要求，在某些情况下，政府拥有私营企业，需取得国会的授权。3个月后，当信托工具放开以后，将为托管人提供对美国国际集团完全的控制权，代表政府非比寻常的权力。很明显，投资人所期望的开明政府和普通意义上的控制，都不是政府的目的，或者说，在法律的限制下，超出了政府的能力范围。

⊖ 指前文提到的房利美和房地美两家公司。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通公司法的细节所构成的障碍已经不是政府要担心的了。美国国际集团的登记执照上没有足够授权的普通股来为政府签署担保，但其执照中却有自由处置权的相关条款。这一条款允许公司在董事会认定合适的情况下，将优先股发放给他人。该条款允许美国国际集团发行10万股可转换参加分期优先股，该优先股有资格参与普通股的任何派息活动，将拥有大约不超过79.9%的投票权。律师们再一次探索出了一种全新的满足政府交易需求的解决方案。

纽约股票交易所要求，一家公司在发行等同或超出其普通股20%，或者优先股转换为普通股后超过20%数量的股东投票股，要事先取得股东的批准方可发行。美国国际集团是纽约股票交易所的挂牌企业，因此也要在发行前先取得股东的批准。但是，美国国际集团和贝尔斯登一样，找到了如果投票不及时会“严重地危害财政状况”的例外条款。纽约股票交易所在贝尔斯登一案中批准了此类例外情况，在美国国际集团身上，也一样批准了。看起来，似乎这条原则在房利美和房地美的案子中被忽视了，纽约股票交易所没有采取任何行动。

按照特拉华州法，美国国际集团仍然要举行股东投票，以弥补其在公司执照上的不足，为发行可由优先股转化成的普通股取得授权。美国国际集团最初的立场是，政府掌握的优先股也可以在批准这笔交易时投票，这使得批准交易成了先斩后奏。但是，有股东起诉这种行为违反了特拉华州法，美国国际集团推倒重来，宣称普通股股东将分别投票以批准这笔交易。

在其后的数月间，拯救美国国际集团的行为将占用更多的政府资源，证明这次特殊救市行动的危险。与此同时，有报道说，美国国际集团派出前任CEO汉克·格林伯格游说政府，放款救援附加的条款。10月8日，纽约联邦储备银行同意接受美国国际集团的总额达到378亿美元的投资级定息证券，作为现金抵押的交换。此举的目的是为美国国际集团提供额外的流动性，以便能用这笔现金换回它之前借给第三方的证券。接着，在2008年10月27日，纽约联邦银行允许美国国际集团的四家子公司参与美联储高达209亿美元的商业票据项目，并用这笔贷款，来还清美国国际集团之前和纽约联邦储备银行的850亿美元的信用透支。

11月10日，政府宣布为美国国际集团提供另外一项金融支持，而纽约联邦储备银行也宣布了两个新增的贷款安排。此举使得政府为美国国际集团提供的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支持金额达到了1 731亿美元。政府最初的想法——救助美国国际集团只是为了搭建通往流动性的桥梁——很明显是错了。重新安排的救援行动就是现实。政府最初没能全面地处理美国国际集团的情况。相反，政府试图使其缩小规模，这损害了公司，也只起到加剧其恶化的效果。政府的新举措在于力图稳定美国国际集团，而非对其进行肢解。但在2009年3月1日，美国国际集团再次求助，要求再追加300亿美元。政府再次修改了援助条款。美国国际集团成了吸取纳税人金钱的黑洞，政府合计为其掏出的专项资金达到了1 825亿美元。

2009年3月17日，美国国际集团负责金融产品业务的执行官们收到大约1.65亿美元的分红事件，终于引燃了公众的愤怒。就是这些业务在进入了臭名昭著的信用违约掉期市场之后，毁掉了美国国际集团。这种不成比例的付薪酬方式——他们根本不按业绩取得报酬，所引发的怒火是合理的。但这怒火还有更多的含义，它反映出公众对反复无常、毫无理由的以广大公众利益为代价，为公司管理者获益的政府行为的愤怒。在这种公众表达不满的极端形式之后，奥巴马总统命令政府努力收回这些红利。

此外，新任财政部长盖特纳宣称，他只是在一周前才获悉分红的事情，这看起来是难以置信的。早在2008年初，这笔分红就得到了同意。而且当时是美联储的纽约分部安排了对美国国际集团的救助行动，其领导人正是盖特纳。往好了说，政府未能事先阻止分红的做法也算是不称职；往差了说，政府是在有意地视而不见，甚至想要通过分红，来保证美国国际集团放开衍生合同中的上万亿美元。

不过公众的大声抗议却没找到问题的关键。经过公众监督后，美国国际集团宣布，大约有600亿美元的政府救援资金流向了欧洲各大银行，以满足其对抵押物的需求。和600亿美元相比，1.65亿美元微不足道。这里要问的问题是，为什么美国政府在拯救欧洲金融机构方面，没有要求欧洲各国政府分担责任。

政府还同时允许欧洲和美国的银行按照美元计价，能够100%地全身而退，只给美国的纳税人留下一个业务不断下滑的美国国际集团。此外，有消息披露说，政府以惊人的620亿美元的价格回购了美国国际集团的证券，以便解放其在信用违约掉期市场的账目。这笔资金与9月份的贷款安排相挂钩，而且是在不顾其57%的价值已经被抵押的事实下做出的。这是一种赤裸裸的将美国纳税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的财富转移到银行的行为。但是仅高盛一家就收到了大约55亿美元。

支付这笔钱，也许可以用稳定市场信心和偿还美国政府资金的借口来解释。换句话说，政府现在需要采取行动，以保证美国国际集团处于适合开业的状态，这样才能确保其偿还欠美国政府的上百亿美元的债务。无论如何，政府没法完全为这些行为辩护，也是公众不满的另一个来源。至少对极少数花时间试图了解政府对美国国际集团复杂的作茧自缚的救助行为的人来说如此。政府运气不错，很少有人这么做了，而美国国际集团随着新的一轮新闻而渐渐隐去，逃出生天。

瓦乔维亚被迫出售

瓦乔维亚的倒闭就不那么有条理了。在9月27日的那个周末，瓦乔维亚显露了破产迹象。那个狂热的周末，席拉·贝尔带领下的美国联邦存款保险公司选择了花旗集团作为瓦乔维亚的存量资产业务的收购人。在选择花旗的过程中，联邦存款保险公司拒绝了美国富国银行收购整个瓦乔维亚的竞标，也拒绝了瓦乔维亚提出的成为独立实体的建议。9月29日周一，花旗和美联执行了一项排他性质的协议，依据双方达成的最终协议，花旗集团以22亿美元收购瓦乔维亚的存量资产。瓦乔维亚将作为一个公司，经营剩下的业务，其中包括证券（和爱德华公司一起组成了美国第三大经纪人公司）、长青投资公司（属于瓦乔维亚的资产管理业务）、美联退休服务以及瓦乔维亚的保险经纪业务。

可是花旗集团的计划，被富国银行周四再次参与竞标的决定给打乱了。富国银行做此决定，很可能是因为国会即将通过TARP法案，这将使富国银行利用瓦乔维亚的740亿美元的结转亏损获得纳税方面的好处。这让这笔收购在财务方面充满了诱惑。这次，联邦存款保险公司不顾财政部和美联储的抗议，公开为此次收购开绿灯，并通知富国银行，如果到了10月3日，还没签署收购意向，瓦乔维亚的银行业务分公司将被接收。周四的晚上，富国银行和瓦乔维亚经过协商，签署了一份并购协议，富国以151亿美元的价格，整体收购了瓦乔维亚。根据花旗集团和美联签署的协议，富国仍然可以提出竞标。贝尔接受了这个事实。

富国的律师也是来自沃切尔律师事务所，也就是摩根大通收购贝尔斯登时使用的律师。他们拟定的协议也和贝尔斯登案例有着相似的特征。瓦乔维亚接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受了仿造贝尔斯登一案的强迫投票条款，该条款要求，在第一轮投票结果为否的情况下，公司要在其后的6个月内反复重开股东大会，以批准这次并购。富国银行将收到10份瓦乔维亚的优先股，占到后者全部优先股的39.9%，作为交换，瓦乔维亚将得到富国的1000股股票。可自由处理的优先股所具有的优势显露了出来。富国可以利用这些股份来批准此项收购。正如贝尔斯登和美国国际集团所做的那样，瓦乔维亚利用了破产例外条款，宣称如果没有这笔交易，瓦乔维亚将不得不申请破产，从而绕开了纽约股票交易所关于股东投票决定分配股权的规定。

周六，花旗集团在纽约州和联邦法院向富国银行和瓦乔维亚提起诉讼，试图拯救其对瓦乔维亚的收购。三方在州和联邦法院对簿公堂。花旗集团之前和瓦乔维亚达成了排他性协议，规定花旗和瓦乔维亚将举行为期一周的排他性协商，以便按照非约束性条款清单，确定最终协议并达成交易。在此期间，排他性协议要求瓦乔维亚不得参与或达成任何其他并购请求的协商。很明显，富国银行和瓦乔维亚达成的就是一个并购协议，而且是在排他协议规定的时间内。

不过情况对花旗不算有利。首先，问题在于瓦乔维亚的协议书上是否包括了信托义务。通常来讲，一家公司的董事会如果执行信托义务，可以避免执行排他协定。这份协议书上没有列入此类相关条款，但通常来讲，法庭将自动在协议中加入此条，并且该条款将凌驾于董事会之前签署的任何限制之上。这是因为，法院将制止任何违反信托义务的行为，并宣布其无效。其次，瓦乔维亚可以宣布排他协议条款，因为协议还没有达成。最后，由于任何事情都需要股东的投票，因此造成的损失可以受到控制。花旗收购瓦乔维亚的全部或者大部分资产，因此按照州法律的规定，应该得到股东投票的批准。而任何理性的股东都不会为花旗低于其价值的竞标投赞成票。此外，为防股东投反对票或者其他违约又或者出现无法达成交易的情况，花旗本应该在排他协议中设置终止补偿费，可是它竟然忽略了。这一切使得花旗在法律上处于弱势，这对世界各地从事排他协议风险交易而又不设定有效违约罚金的律师来讲，都是一个教训。

2008年10月7日周二，联邦存款保险公司私下介入，并强迫各方终止诉讼，签署一份解决问题的协议。联邦存款保险公司试图从中调停，但花旗和富国无法达成和解，花旗放弃了对瓦乔维亚的竞标，富国则继续收购瓦乔维亚。在这一系列问题上，政府指定竞标人的做法再次昭然若揭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

花旗集团在后半程锁定瓦乔维亚的过程中，犯下了大错，而富国则强迫政府来安排解决方案。由于有某种政府支持的背景，富国再次表明买家在这种情况下不怕挑战法律的底线。富国走的是摩根大通在收购贝尔斯登一案中走过的路线。再次扩展政府支持的收购，而非打破了法律关于并购安排的内容，不会受到法院的干涉。

随后，交易机制已经分出了赢家和输家。竞购瓦乔维亚的失利使得花旗的新任CEO潘伟迪表现懦弱，花旗集团自身也每况愈下。外界把这看做花旗被富国挤出交易，花旗无力参与竞标。同时，富国的CEO约翰·斯腾普夫则被认为是有胆量的执行官。他在政府面前，从竞争对手的银行资产中，抢到了一笔珠宝。

拯救摩根士丹利

在TARP法案出台之前，政府作为交易人安排的最后一笔生意发生在2008年10月11日的那个周末。2008年10月10日，周五，看起来摩根士丹利也无法幸免了。在过去的一周里，标准普尔500指数下降了18%，反映出整体股票市场的下降。摩根士丹利在周五时以9.68美元每股报收，在一周的时间里下跌了57%。下一个周二，即10月14日，摩根士丹利按计划要完成三菱银行对其90亿美元的投资，对方以每股25.25美元的价格换取其21%的股份。然而，摩根士丹利的股票价格反映出，市场认为这项注资不可能发生。摩根士丹利的市场融资要少于三菱的投资总额。三菱已经签署了一份收购意向书，要完成投资，但却在周末提出发生了重大不利变化，试图躲避义务。

摩根士丹利和三菱签署的投资协议，从重大不利变化条款上来讲，对买家有利。其中并不包含此类协议中应有的大量的例外条款，尤其不包括对于股票价格变动和整体行业经济状况的重大不利变化条款。此外，该协议由特拉华州法管辖。这一点我们已经在第3章中讨论过了，特拉华州法庭严格分析重大不利变化条款，要求任何不利变化必须是长期而且持久的才能构成重大不利变化。法院不大可能简单地把不会继续发生的股票价格下跌，作为长期而持久的事件。然而对于摩根士丹利来讲，很不幸事情还远没结束。后来出现的大宗经纪存款提现，正在使摩根士丹利丧失流动性。摩根士丹利陷入了贝尔斯登和雷曼兄弟一样的死亡旋涡。

摩根士丹利的两难境地绝不新鲜。早在1987年，怡和策略控股公司曾同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意以4亿美元的价格收购贝尔斯登总资产的20%。但随后，怡和策略控股公司宣布出现了重大不利变化。其依据是，贝尔斯登交易中损失了1亿美元，以及贝尔斯登的股票“急剧下跌”，从19美元跌到了13美元，跌幅超过了32%。纽约最高法院在判决贝尔斯登诉怡和策略控股公司的判决中指出，决定重大不利变化条款，需要经过审判决定。但也同时表示，怡和策略控股公司应该明白，贝尔斯登所处的是一种变化无常的周期性行业，是否出现了重大不利变化不应由此次的损失和股票下跌来认定。

三菱也将面临这样一场硬仗，除非它能找到摩根士丹利由于资本逃离而导致的重大而切实的长期业务恶化的证据。如果摩根士丹利因为资本逃离而破产，则绝对属于是重大而不利的，但鉴于金融危机的背景，问题在于当三菱投资的时候，是否已经知道有这种可能性。面对着这种不确定局面，政府出面来安排交易了。据报道，那个周末，美国财政部私下向摩根士丹利保证，如果三菱投资失败，它将出面支持摩根士丹利。这解决了资金流动性的问题。

政府还向三菱提出保证，说如果三菱被迫大量为摩根士丹利提供资金，政府将不会大量稀释三菱的投资。政府在救市行动中的做法一度使股东受到了极大的伤害，此时各方私下解决问题的方案开始受到了抑制，因为各方拒绝投资，对政府的后续行为充满了担忧。也就是在这个时候，政府放弃了以前的做法。摩根士丹利和三菱同意对交易做小的修改。周一，这笔投资完成，三菱在摩根士丹利投入了整整90亿美元。对于摩根士丹利的CEO约翰·麦克来讲，这笔投资绝对是个巨大的成功。他仍然被认为是华尔街最棒的交易家。

TARP计划、花旗集团、美国银行及其他

在摩根士丹利交易的同时，美国政府决定放弃以前的安排交易的模式，改为使用更加全面的TARP救市计划。前财政部长保尔森最初拒绝使用更加庞大的救市计划，但有报道说，在美联储主席伯南克通知他美联储无法继续以特别方式做出反应后，他才改变主意。9月20日那周的周末，保尔森同意并向美国国会递交了长达三页的总额达7 000亿美元的TARP计划。马上就有人出来质疑。许多人声称，这是在抓权，并提到了国会授权政府在伊拉克所拥有的无限权力和政府的糟糕表现。不过，最终版本的法案给了保尔森想要的还多的权利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

TARP法案最初的版本中，保尔森要求财政部拥有购买7 000亿美元“抵押贷款相关资产”的权利。而在国会批准的最终版本中，保尔森得到了比那多得多的授权。主要表现在以下几个方面。首先，它对“不良资产”的定义包括“前财政部长在经过向联邦储备系统的委员会主席咨询以后，认为其收购对提升金融市场稳定性来讲是必要的，可以是任何金融机构的。”

在这一定义下，只要财政部认为合适，不良资产本质上来讲可以是任何金融证券。这跟保尔森所提出的仅限于抵押贷款相关资产相比，是一个宽泛了很多的条款。而且，还有另外一节条款规定了可以参加这一计划的金融机构。这些机构指“在美国及各州法律下建立并受其监管的任何机构。”按照这一定义，保尔森能令人信服地在美国任何金融机构购买任何债券。其对象可以是街边的干洗店、信用卡应收款项、学生贷款也可以是汽车制造商。而这名单中的最后一种将很快得到好处。

保尔森很快就把钱拿来用了。10月15日，他把美国最大的9家金融机构的CEO召集到华盛顿。在长达几个小时的会议中，他以甜言蜜语哄骗这些人接受1 250亿美元的TARP资金注入。据说，有几位CEO拒绝这种政府强迫的注入。资金注入条件很慷慨，所以他们的抗议也不那么激烈。优先股只需支付5%的股息，即使5年以后也只上升到9%。政府的控制权也设定为最小，只有在出现违约时才实行，而且也不阻止分红。至少在开始阶段，有关执行官们分红受到的限制也是最小的，主要仅限于限制金色降落伞计划。最后一点，政府收取注入资金的15%作为保证金，但对其以20天后的市场价定价，主要是因为股票市场价格正在下降，这样做可以把保证金极大的从第一天的资金中剥离出来。

保尔森部长很快把TARP计划中的第一笔3 500亿美元资金花光。其中400亿美元流向了美国国际集团，其他剩余部分则分给了一些小银行。在经历了国会听证会以及国会拒绝单独通过一项救助汽车制造商和其下属金融机构的剧烈变化后，它们也在2008年12月末和2009年1月收到了250亿美元。布什总统因此宣布，他愿意拯救汽车制造商，并声明任由他们滑落下去是“不负责任的。”他指示TARP计划的资金要提供给汽车制造商，这些钱正是克莱斯勒所急切盼望的。

在布什总统任期内的最后两笔救助发放给了美国最大的三家金融机构中的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两家——美国银行和花旗集团。在这两笔救助中，财政部表现出它愿意改变方向，但最终还是客观情况说了算，也反映出财政部还是摆脱不了安排交易的老习惯。

花旗集团是另外一家被死亡旋涡罩住的银行。这次，股票价格在两周内，从14美元每股降到了3美元每股。但花旗的情况要复杂得多，它在最好的时期也是一头效率不高的金融巨兽，有些政府官员因为它能摧毁美国资本市场的巨大能量而把它称为灾星，现在，它似乎要分崩离析了。11月23日，财政部再次介入以稳定这头巨兽。

美国财政部、美联储和美国联邦存款保险公司联合起来成立了一个基金，以便通过金融衍生产品收购花旗高达3 060亿美元的不良资产。它本质上来讲和雷曼兄弟的银行模式一样；看起来是按照美联—花旗最初的交易模式设计的。美国财政部同意接受一笔50亿美元的亏损资产，美国联邦存款保险公司接受100亿美元，剩下的由美联储负担。所有这些，都是在一个分担损失协议下安排的，花旗银行自己支付10%的损失。此外，花旗同意为第一笔290亿美元的损失提供担保。在经历了美国国际集团的教训后，美联储同意仅仅向这笔贷款收取相对较低的约5.3%的利率。

作为对这些措施的交换，政府将通过TARP计划下的注资得到花旗270亿美元的优先股：直接投资换取200亿美元，70亿美元作为贷款保证金的补充。花旗将为这些股份提供8%的股息率。与其他TARP计划的受益者不同，这些优先股在3年内禁止每股分红超过1%，而要支付比其他TARP计划注资高5%的利息率。花旗被卡在了救市计划的中间地带，介于未定的金融银行和以美国国际集团为代表的系统性失败银行之间。美国财政部最终收到了27亿美元的保证金。尽管这些保证金的价格以20天的浮动平均价格定价，但最后敲定的价格为每股10.61美元，跟交易宣布之前的周五3.78美元每股的价格相比，引人发笑。

财政部仅得到了花旗保证金所有优先股中的10%，这与它在其他交易中的15%的比例不一致。这么做的原意还没有披露，但很可能政府是要保持其占的所有股权低于某一阀值。2009年1月2日，政府创立了一个新的项目，指导投资项目，以便为像花旗这样既非系统性也非稳定金融机构的公司提供救助指南。政府正在事后为其行为辩护，并在放弃其空洞的道德风险原则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2009年1月份早期，花旗模式和这一新项目一起被用来解救美国银行。当时，美国银行宣称，它需要大约153亿美元巨额资金来弥补其在新收购的美林中遭受的损失。这是美国银行在11月末到12月中旬的某个时候学到的。但在12月中旬以后，随着12月5日，美国银行的股东关于收购举行投票以后，美国银行却开始怀疑起收购美林是否聪明，并开始宣称美林出现了重大不利变化。当时，美国银行和美国政府就提供更多支持以保证它能确实收购美林已经举行了讨论。

通过一系列的会议和电话，鉴于已经和美林达成协议的力量，政府质疑美国银行是否有能力逃离这笔交易。此外，政府也暗示，如果美国银行的CEO肯·刘易斯试图逃避交易，将对他的职务构成威胁。在政府明目张胆的威胁和救市计划的诱惑下，刘易斯同意完成对美林的收购。也许这就是刘易斯一直以来的策略——明知道自己的要求不合理，却宣称美林出现了重大不利变化，以获取政府的支持。但刘易斯成了在9月份签署的收购美林协议的过分宽容条款的受害者。对于美国银行的投资者来说很不幸，公司直到1月份自己面临援助的关头，才透露这些事实。整个TARP计划中投入到美国银行的投资将攀升到450亿美元，外加财政部和美国联邦存款保险公司的损失分担协议。而美国银行的不良资产达到了1 180亿美元。

就在此时，随着政府不断增多的挽救金融系统沿着正轨前进，同时安排对汽车制造商和社区银行的援救，“救助减缓”成了行动过程中的标准做法。与此同时，在布什政府的最后一段日子里，批评财政部拟定的条款过于仁慈和模糊的声音也逐渐多了起来。也就是在这个时候，奥巴马政府接手，承诺将推行一套全新的、更加连贯而又高度透明及可信的项目。2009年2月，奥巴马政府将宣布交易制定过程的一次转向。新任命的财政部长盖特纳将提出一个直接收购不良资产的项目，这一点保尔森最初曾建议过。政府将继续重新协商其以前的救援，对执行官的补偿金提出更严格的要求，并将对花旗集团、美国银行以及汽车制造商的帮助进行重新安排。以花旗为例，政府将部分优先股转换成了花旗集团36%的普通股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对交易型政府的评价

在阻击系统性恐慌方面，政府通过并购而实施的监管有其短期功效，减缓了金融市场的阵痛和整体崩溃的风险，但其能否完全治愈疾病却仍不清楚。有时，交易型政府似乎会降低市场信心。政府的应对措施，也不能从根源上解决问题——房地产危机。相反，在前财政部长保尔森带领下的政府，在一笔又一笔的交易中受挫。最初，政府出于拯救金融机构，同时又惩罚股东的目的，以抗击道德风险的名义开展行动。随着救市的展开，政府意识到它对道德风险的态度正变得越来越有害，对股东的态度开始趋于温和。美国政府和保尔森得到了很多教训，而且被法律束缚得无法施展全力，但他们采取的特别措施似乎没能完全恢复市场信心。更重要的是，政府建立起来的僵化体制导致它不断地重组救市行动。

尽管有大范围的失利，交易型政府也表明交易人在得到政府赋予的自由后，能在法律背景下创造性地安排收购。在这一过程中，交易人会参考之前的案例，但却更愿意创造新的交易模式。这说明，作为交易人的美国政府，拥有难以置信的权力，在安排交易的时候，就知道各个州的监管机构和法院（如特拉华州法院）无法挑战其权威。但这也同样说明，在压力大、时间紧的情况下，收购交易所具有娴熟的解决问题的能力。

在政府安排下的交易，也同样表现了其不利的一面。有时候，政府达成了其特殊目的的交易却损害了更广阔的利益。在金融危机白热化时期，交易成了明确的解决方案，而且不时会有交易人安排交易成瘾的情况出现。但这样不可能提出永久的解决方案。在某种程度上来讲，政府似乎也意识到了这个问题，但除了出台TARP计划外，并没有试图尝试为金融机构找到更为宽松的法律授权。

交易型政府还对整个收购行业产生了一个更为普遍的后果。政府的交易以普通的战略收购为原型，但为了保证交易的确定性和出于其自身的政治需要，政府把这种模式进行了扩展。私人交易人从政府的做法中得到启发，开始利用政府的交易结构。收购瓦乔维亚就是一个很好的例子。当时，富国银行利用了政府的支持，安排把美联的39.5%的股票发给了自己，以便能投票通过富国对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瓦乔维亚的收购。通常情况下，这种强制性交易保护措施将被法庭判决无效。正常来讲，法院要判股份全额返还，但是这些极端条款中的一部分有可能逐渐成为收购交易的常态。其结果是，极大地扩大了特拉华州和其他州法律中有关许可交易保护措施的范围。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

Gods at War

并购机制的重组

本书的前10章对近来的收购交易和交易实施进行了一番回顾。最后两章将展望未来以弄清最近发生的一系列事件将在未来引起怎样的变化。本章将探索并购最重要的方面——监管机制，以及哪些领域有可能进行改革和提高。第12章将从这次危机和全球化时代的角度，对这几年的经验教训和未来并购交易的发展方向进行探索。

并购交易受很多因素的影响，但其中最主要的就是其适用的兼顾机构和监管人。当前的交易监管是联邦系统的产物，联邦政府从程序上和实际操作上对公开收购行为进行监管。一系列的法案包括监管要约收购的1968年的《威廉姆斯法案》、监管股东投票代理行为的1934年《证券交易法》等。《证券交易法》中有管理私有化收购的特殊规定（一家公司的大股东、执行官或主管挤出其他股东）、1933年《证券法》有关监管与并购有关的证券发行问题的规定以及《证券交易法》13条d款部分有关被并购的证券公开发行机构的报表监管的规定等。一些联邦法律也适用于这一过程，如《1976年哈特—斯科特—罗迪诺反托拉斯改进法》，在一笔交易完成前，提供一段反托拉斯的等待和审核时间，以及1988年《爱克逊–佛罗里欧修正案》，对外国买家收购本国证券提出审核。

与联邦法律相交织在一起的是主管公司董事会，实际做出并购决定的各州

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的法律。州政府的法律主要通过强制董事会成员履行信义义务或者在控制权发生变更或冲突的环境下强调执行的标准来监管公司的决策过程。在特拉华州法下组建的公司，由我们在之前章节中讨论过的露华浓义务、优尼科案例和勃拉修斯案例对其提出要求。特拉华州法甚至更加深入，如其对交易披露过程的监管。各州在限定的条件下，都有估价选择权，这使得股东能从一宗交易中撤出而寻找对其股份更加公正的价格。

无论联邦政府还是在各州政府，法律都有权删除和重新安排交易。尤其是联邦政府，早在20世纪60年代就公布了相关法律，美国证券交易委员会在整个20世纪80年代零零散散公布的法律也设立了这一权力。然而，自从那时起，并购界和并购机制发生了极大的变化。而联邦收购的法律并没有做出相应的更新，它还停留在1983年左右的状态。在当时“毒丸”计划还没有出现，角逐投票代理权也仅是收购抵制交易公司的方法之一，特拉华州法院还不是并购交易的主要裁判机构，而金融创新也没有积聚像今天这么强大的力量。联邦法律没有将这一切考虑在内；是到了对其实行现代化的时候了。

联邦并购法

联邦并购法最主要的问题就是它在要约收购和收购之间的划分不合理。为了搞清楚这种差别，首先要明白买家在选择要约收购和收购这二者之间的选择。

要公开并购一家目标公司的买家，要面临一个选择：到底怎么安排自己的并购结构？从历史上来讲，共有三种选择：

- 先进行要约收购，然后跟进一个后续挤出性合并；
- 合并；
- 资产购买。

每一种选择都有其好处和不足，但对一家上市公司进行资产购买是相当难的。在此种情形中，买方实际上选择的是它收购的目标公司的资产和债务。如果是美国银行收购华盛顿互惠银行，那么这样做是有其内在优势的。因为你可以径直买下资产，挑挑拣拣过后扔下一堆债务。但不论如何，对整家上市公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行资产收购相当少见，因为这可能给买家和买家的股东带来纳税方面的影响。出于逻辑方面的原因以及合同中的限定，将资产从一家公开买卖的空壳公司中移走也是很困难的。由于以上以及其他的转移方面原因，典型的收购结构是合并，或者是要约收购。

要约收购相对于合并的优势在于，根据《威廉姆斯法案》的规定，要约收购所需的时间框架要比合并短。要约收购要等待20个工作日，这意味着要约收购只需大约一个月就能完成，而合并如果计算到达到代理投票所必需的联邦和股票交换的告知、邮寄以及统计，则要经过2～3个月的时间。不过，速度增加也使得联邦监管加大了。要约收购受《威廉姆斯法案》中包含的全体股东最优价格原则以及14e-5原则的限制。前者要求要约收购必须面向全体股东敞开，在要约收购中的最高价也必须付给全体股东。后者禁止从宣布交易直到成交期间，在本次交易以外收购股票。

另外，在50个州中，短期挤出（short-form squeeze-out）的阀值为目标公司正在流通的股票的90%。达到此阀值，目标公司的股东不必挤出剩余的股东。90%的股东可以申请一个合并许可，在不投票的情况下完成这笔交易。如果竞买方的要约收购没能得到占目标公司90%流通股股东的接受，则必须经历一个所谓的长期合并，这就要求找到代理，同时在要约收购后也要有2～3个月的等待期。

因此，买家在两种情形下喜欢合并。第一，买家可能预计到它达到90%的阀值有困难。在此情况下，更长周期的合并是有道理的，因为这样保证了买家在较短的时间内获得所有公开持有的股权。反过来说，如果买家认为另外可能有其他竞标，那么在这种情况下，要约收购也可能更受欢迎，因为要约收购能保证快速控制权，虽然不是完整的所有权。

为了减轻这一问题，在过去的几年里，买家一直在追求获得在要约收购中追加条款。追加条款保证只要股东中的大多数参与了要约收购，目标公司就可以发行达到90%阀值所欠缺的股票。能达成追加条款的股票最小值各不相同，但目标公司能发行的追加股票不能超过公司流通股的20%，因为有股票交换的相关规定。当然，违反这一规则的惩罚就是从股票交换的名单上被划掉。总有此类事情发生。这意味着，在追加条款下，对发行股票有效性的限制就是目标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的信义义务及其剩余授权股的数量。2008年，达成的要约收购中100%的包含了追加条款，这相对于2006年的55.6%和2004年的35%上升了。

竞买方相对于要约收购更加喜欢合并的第二种情形是，当交易各方事先知道投标将持续较长时间的时候，这意味着要约收购能带来的速度没有用处。此类例子诸如，需要监管机构的同意，这一过程能花费几个月甚至几年，或者在私募股权的背景下，需要竞价或者需要融资，这两种情况都需要几个月的时间才能完成。在这两种情形下，要在这些事情完成后买家才能获得控制权，因此要约收购带来的时效好处在此没有实际意义。

还有两种情况，买家喜欢合并胜过要约收购。第一种是全体股东最优价格法则只适用在要约收购而合并没有这个问题，这就产生了对合并结构的偏爱。原因在于，自从20世纪90年代开始，法庭开始普遍把要约收购理解成围绕控制权的争夺以及与交易相关的管理层分红。一旦法庭发现管理层薪酬确实和要约收购有关系，它将应用全体股东最优价格法则，并要求买家向目标公司的全体股东支付补偿费的差价部分。这是一种很多买家都不愿承受的风险，因此相对于要约收购，人们对合并有一种强烈的偏好，因为在合并中，这一法则不适用。但是自从2006年美国证券交易委员会公布取消这一规则，并创立了一个黑白分明易于操作的规则后，规定了全体股东最优价格在何种情况下可应用于控制权的变更以及其他管理层薪酬相关问题，这种偏好已经不见了。

第二种，如果不使用现金而是用股票来支付对价，从历史上来讲，合并更受欢迎。这是因为，买家在其股票对价的有价证券申请上市登记表生效之前，无法开始报价，这一过程可能要美国证券交易委员会花费数月的时间。1999年，美国证券交易委员会试图取消这一时间限制，允许在交换股权报价前让其生效。尽管人们对使用这种方法有很多期望，但股权交换报价还得这么进行。实际上，在2008年仅有4笔并购是通过股权交换完成的，这很可能是由于历史上全体股东最优价格规则的原因。也可能跟股权交换报价有关，因为要在很紧迫的时间里准备有价证券申请上市登记表，这需要耗费并购律师们大量的资源和工作量。

在这些美国股票交易委员会规则的背景下，要约收购又复活了。2008年，并购成交的24%属于要约收购，而2004～2006年则是7%～10%。随着私募股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权收购出于信贷气候的原因而变得稀少，这种趋势将会继续下去。由于融资的需要以及保证金原则，典型的私募股权收购是合并。此外，在速度为王的危机时期，要约收购很有可能会增加。恶意收购的增加也刺激了要约收购的使用。典型情况下，恶意竞标通常伴有要约收购或者股权交易。这使得竞买方能够对一笔交易提出报价，尽管条件苛刻，但也能显示它的严肃性。因为必须要目标公司的董事同意才能并购，否则无法进行恶意收购。这就要求进行投票代理权角逐，而要约收购则不需要目标公司董事会的同意。

要约收购与合并的同质化

在这种背景下，美国证券交易委员仍然保持着对合并的偏爱。这是因为，联邦接管法的有关法律在《威廉姆斯法案》有其关于要约收购的历史渊源，而合并通常由代理法来监管。美国证券交易委员从传统上讲认为这种分配合理，因为合并被认为需要较少的联邦监督，它们是商业成熟的双方之间拟定的协议。因此，要约收购中问题重重而又充满强制色彩的方面在合并中被认为不存在。自从20世纪60年代目标公司在要约收购中不能拟定条款之后，早期的有关要约收购的联邦监管都被认为是可防御性的。

然而，“毒丸”计划以及其他接管防御措施的存在使联邦监管的这种偏好失去了意义。现在，投票代理权竞争已经成为收购一家反抗的目标公司唯一可行的办法。微软和英博啤酒集团策划的恶意为自己取得代理权争夺就是这样的例子。近来成功的投票代理权争夺和要约收购包括巴斯夫以50亿美元成功收购颜料和催化剂生产商安格公司以及甲骨文公司以103亿美元成功竞得仁科软件。

在此情况下，单单靠要约收购已经不能获得一家公司的控制权了，但特拉华州法仍然对投票代理权竞争进行了大量的监管。按照特拉华州法建立的公司可以采纳参差董事会[⊖]的形式，这样就可以阻止恶意收购。另外，特拉华州法

⊖ 所谓参差董事会，也称分级董事会，就是指董事的任期体现出一种参差的顺序，从而使得董事会每年只能改选其中一部分的董事。分级董事会的目的在于确保管理层能够避免公司股东变化带来的影响。尽管对于一个小型的私有公司来说，采用简单的董事会结构确实具有降低操作成本的合理性，而一个分级董事会制度往往可以在公司上市的时候为原有股东提供更多的保护。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关告知董事更换的法律也进一步规范了恶意投票代理权的争夺。

对于这种不请自来的接管投票代理权的变化包括了联邦接管法的全部内容，其中包括有关代理和要约收购的程序和实例法规。传统意义的联邦接管法对要约收购和合并分开来监管。但是，这种划分最初存在的一个简单原因是：竞买方在完成这种未经目标公司许可的非告知收购的能力问题已经不再有效。真正恶意收购之死、目标公司同意的功能性需要以及接管的发展使得很多历史上的偏见都不再适合。更直接点说，联邦接管法对这两种交易结构完全截然不同的对待方式，似乎已经没有任何存在下去的理由了。

这种毫无根据的区分最明显的例子就是要约收购相对于合并的时间优势已经不在了。当今的目标公司将最终同意接管，因为目标公司能够对其优先股的接管结构进行协商。在这样一个世界里，这种区分似乎再次失去了合理性。在一些其他案例中，因为目标公司有效地控制接管结构的能力，这种划分也不再继续存在。联邦政府有关披露信息方面的要求，对于要约收购和合并也不尽相同。整体上来讲，这种区别对待已经不再合适了，应该考虑将二者合二为一。另外，全体股东最优价格法则仅仅适用于要约收购。这样做也不再有道理。如果继续保留这种规定，并将之应用到合并交易上（或者将其在要约收购中取消），有可能会产生一种偏见——正如现在所理解的，规则偏向于要约收购——这种规则是偏向于合并收购的。也正是这种划分，使得摩根大通能够在公开市场上，以高于其最后付给股东的价格，收购贝尔斯登的股份。

有关联邦接管法的第二个问题就是，它对于要约收购以外竞购的禁止。自从1969年，以前的10b-13条法规（修改后为14e-5条法规）禁止在一笔要约收购宣布时起到交易完成时止，在要约收购以外的任何竞价购买。当时美国证券交易委员出台这个规定的主要原因是这种操作对已经交付了押金的股东不利，因为他们不能撤回自己的押金以获得可能更高的市场报价。这也不再正确，现在的竞买方按义务在报价期间，要提供无限制的撤回权。而且，10b-13条法规出台的时候，目标公司还没有能力对抗这些竞标收购。这也是一种被滥用的强制性策略，竞标人可以越过要约收购获得公司的控制权，并由此对股东造成压力，竞买方可以利用此类收购，迫使其在终止或完成交易前接受投标。当然，现在已经有了“毒丸”计划。经过这些发展之后，当初出台10b-13条法规的原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽职调查与公示

联邦接管法还有另外一个重要的问题：在接管过程中，其对尽职调查和公示问题是如何处理的。

近些年来，美国证券交易委员会对公示义务的管理非常随意，损害了股东的利益。在继续区别对待合并和要约收购的同时，美国证券交易委员会在两种结构间做了不合适的区分。另外，在私募股权的背景下，美国证券交易委员会没能强制执行对债权和股权义务承诺函的公示，使得股东对买家融资和完成交易的能力无从知晓。这就造成了诸如清晰频道公司的案子中，股东不了解银行能够在承诺函的背景下，中途撤出的合法能力，直至双方对簿公堂。

与此同时，美国证券交易委员会越来越多地允许竞买方不再完全向外公示他们完成交易的情况以及一些看起来不利的信息。相反，证交会还允许各方将这些信息放在并购协议的公示时间表中，而通常这份时间表是保密的。在美国3Com公司的案例中，这一问题显露无余。我们在第5章讨论的外国投资审批制度似乎被应用到了公示时间表中，股东甚至都不知道它的存在。最后，美国证交会很少强制执行其自身的公示要求。结果是，竞买方公示不足以及避免公示关键并购条款的趋势愈演愈烈。

特别是，证交会没有对由目标公司提供给竞买方的、与尽职调查相关的未来预期提出具体的公示要求。相反，英国的法律规定，所有与公布未来预期相关的征求意见书都应该细致地表述，支撑的政策和计算都要由买方律师检查并形成报告。相比之下，美国对于必须公示的参数要求很模糊，买家习惯于将在尽职调查中得到的信息不做足够的披露。买方的未来预期也不做披露，或者以概括的形式披露，因此用处不大。以美国波士顿科学公司收购盖丹特公司为例，双方交换了预期，但却没有在股东委托书中公布。即便做了公示，其内容也通常有限。比如在宝洁收购吉列的案例中，双方交换了预期，股东委托书中只预测了销售增长率、经营利润和收入情况。因此，股东们要看公司的脸色才能得到定量和定性的前瞻性信息。但很多公司通常选择不这么做。

美国证券交易委员会公示程序监管不足的后果就是特拉华州法院涉足到违约纠纷中。特拉华州法院经常对并购交易的信息公示情况进行审查，并且越来越多地强制要求公示。因此，特拉华州法院提供了美国证交会没能提供的积极

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管，但是法院出具的有关公示的规定很模糊，缺乏准确定义。换句话说，特拉华州的公示法规到底是什么呢？没有明确的答案，相反，有些律师必须从之前的案例中拼凑出来。证券交易委员会应该与时俱进地修改其披露信息的规定，并更正早已经在接收交易中司空见惯的不良公示行为。

关于改革联邦接管法令的一点建议

联邦接管法律经常要么监管不正确，要么监管不力。这在很大程度上，要归因于美国证券交易委员会在20世纪80年代末从积极监管市场上退出的行为，这使得接管法规原地踏步，一度没有了监管。如果美国证交会能够重返接收监管领域，重新思考联邦监管法的整体性，并废除《威廉姆斯法案》中的很多实际操作的要求，它将表现得很出色。

可能最好的程序就是成立一个接管委员会，对联邦法规整体进行研究和修改。最后一个此类委员会要追溯到1983年。马蒂·利普顿是“并购酒吧”的主管之一，“毒丸”计划的发明人之一，也是沃切尔律师事务所的合伙人之一，曾经在这个委员会中工作，而且毫无疑问将负责此事。这个委员会的目的就是要建立一套强制性的接管法规，和当前市场上的情况相结合，并把自从那个时候起发生的巨大变化考虑在内。这样的法律系统也应该为未来监管的发展留有余地。

鉴于特拉华州法的主导地位，联邦法应该进行微调以便和特拉华州法更好的配合工作。举例来说，特拉华州法要求上次年会之后的13个月内举行股东大会。但如果你正处在会计报表修改期间，你就不能为了股东大会向美国证交会申请委托书。这样，你就夹在了两个互相矛盾的法律中间。在收购竞标期间，你可以获准延缓举行年度大会，这就是BEA公司在回溯调查期间的做法。这使得它能够构筑起后门收购防线，抵御甲骨文的恶意收购，避免了甲骨文通过代理权争夺而辞掉自己的主管。任何联邦接管监管方面的改革都要把特拉华州法考虑进来。

特拉华州并购法

现在总体来讲，特拉华州法统治着并购监管和公司法的领域。特拉华州包

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

括了所有公开交易的公司中的50%，而且在最近，全部上市公司中的77%选择了在特拉华州成立公司。另外，并购协议所选择的监管适用法庭也看好特拉华州法庭。特拉华州成了公司之间的主要仲裁者，也是并购战和并购监管的主要仲裁者。但这样一个小州是怎样成为公司法领域的中心的呢？部分原因在于特拉华州法院的判决质量和效率。

特拉华州法院是一个快速高效而又安全的诉讼场所——法院在初审，就要对公司法的争议进行听证。从历史上来讲，特拉华州衡平法院的五位大法官被认为是美国最好的法官。特拉华州法院为公司提供确定性以及获得快速判决的能力。因为法院小而能力强，特拉华州能够出台一些相对有连续性的法律，这被看做是对变化中的市场需要的一种回应。

特拉华州的法官们通过经常在公开场合做关于公司法问题的讲话和对公司法的积极回应来对市场加深了解。事实上，他们是迷你名人，被各种有关公司法的演讲团体和法学院看好。衡平法院的助理大法官斯特莱恩现在在哈佛法学院与人合讲一门合并与接管法的课程。

2008年发生的金融危机也展示了特拉华州法院的能力。诉讼通常被看做是一个由毫无意义的发现组成的漫长而艰苦的过程，似乎要花费几年时间才能完成。与之形成反差的是，在过去的两年时间里，特拉华州法院行动迅速，明智地对这些接管战做出了判决。以瑟伯勒斯资本管理公司和联合租赁公司之间的诉讼为例。在本案中，联合租赁公司全力起诉瑟伯勒斯资本管理公司，要其完成之前同意的价值40亿美元的收购。斯特莱恩从最初起诉时就接手了本案，从审判到最后出判决意见仅仅用了大约一个月时间，判决瑟伯勒斯获胜，可以不必完成此次收购。

斯特莱恩被普遍认为是一个令人信服的好法官。这对此类案件来讲，并不出奇。因为不止一次，特拉华州衡平法院快速裁决。瀚森特种化学品公司和亨斯曼公司之间的官司，从提起诉讼到审判过程，仅仅用了2个半月，而到判决结束时，也只用了几周时间，助理大法官兰姆就给出了他考虑周全的判决意见。

在过去的两年中，特拉华州不止在这两起诉讼中展示了能力。摩根大通协议收购贝尔斯登一案中给特拉华州法院埋下了一枚政治地雷。贝尔斯登在特拉华州注册公司，而摩根大通和联邦政府的合作目标是无论贝尔斯登股东如何抗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议，都强迫完成交易。

摩根大通并购的条款绕开了特拉华州法的有效范围。当压力袭来时，特拉华州法院决定避免判决这一案件，将其转交给管理类似案件的纽约法院。特拉华州的观察家们嘲笑了这样的行为。特拉华州拒绝判决本案的做法和之前尽量留住案件的行为颇为相反。然而，撤出本案使得特拉华州能够把这起案件踢给纽约，让其在那里获得判决。

如果把此案留在特拉华州，则特拉华州法院要么得停止并购，要么留下不好的案例法，来支持一项从法律上讲并不确定的收购。前者的做法，将使特拉华州法院直接和联邦政府陷入对抗，而联邦政府是坚定地支持这笔交易能够完成的。做出撤出决定的助理大法官唐纳德·帕森斯，也许还没有这么做的先例，但也能看出特拉华州法官们在案件中的明智。特拉华州通过了另一次考验。

在1913年以前，新泽西是公司注册的首选地点。随着当时的州长伍德罗·威尔逊成功地领导了一场更为严格的公司监管运动。但也就是那个时候，新泽西的统治地位终结了。各家公司迅速决定，到一个司法环境更为宽松的州——特拉华州。特拉华州怎么保持了它的优势地位，至今对于公司法学者来说仍然是个谜。是因为特拉华州持续的更为宽松的监管吸引了公司经理们，还是因为特拉华州的法律总是当时能找到的最好的，以至于打消了人们改换门庭的动力？也许只是惯性外加缺乏其他州有效竞争的结果。唯一的例外就是北达科他州。该州最近出台了一个全新的对股东有利的公司法令，试图吸引一些公司以及它们带来的税收。但目前为止，还没有出现公司蜂拥向北的迹象㊀。

无论如何，特拉华州的做法符合其利益——在此注册的公司、选择特拉华州作为签署协议和解决争端的各方、律师们以及特拉华州法。特拉华州法院必须为这些利益负责，否则每个财政年度将损失6亿美元的特许经营税。这也就是为什么特拉华州会支持接管防御措施，或者采纳相对有利于管理层的政策的原因了。为了对特拉华州法院的法官公平起见，他们也必须取缔一些过分的行为，比如2007年的NetSmart公司CEO伙同其董事会一起试图通过排挤掉某些竞

㊀ 特拉华州位于美国东海岸，而北达科他州则位于中部偏北。因此从特拉华州迁移到北达科塔州是向着北方。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标人来左右交易的行为。

不过，特拉华州法出于另一种担忧也不能太过支持管理层：一直悬而未决的公司法联邦化进程。这种担忧在2002年《萨班斯－奥克斯利法案》出台时尤为明显。这次立法引发了公司法渐渐联邦化的惊呼，并使得特拉华州法的地位有可能将取代。

特拉华州法院迅速做出反应，对含有期权倒签⊖和执行官补偿金等公司管理失误的申诉做出回应。正如马克·罗教授假设的那样，特拉华州经常根据当时联邦政府和公众的情绪做出判决，试图避免联邦调停。这也许就是为什么特拉华拒绝介入贝尔斯登一案的原因，也说明了为什么在特拉华州任何挑战联邦政府的救市行为的诉讼最后都无功而返的原因。现在，随着国会开始向积极监管执行官补偿费的做法过渡，这种担忧再次出现了。我们拭目以待，看看特拉华州到底如何反应，但他们很可能会通过自己的监管做出回应，并试图缓和任何联邦政府的反应。无论如何，企业管理和公司监管越来越多地受到资本市场监管的影响，而后者正是联邦政府主导的领域。在即将到来的后金融危机时代的监管改革中，特拉华州有丧失部分权利给中央资本市场监管的倾向。

尽管面临联邦政府的挑战，特拉华州仍然在公司监管和接收监管领域占据主导地位。它很可能将继续如此，而公司法的完全联邦化不大可能。2008年的危机表明，真的没有其他类似的替代机构能做出快速的判决。即使犯了些错误，特拉华州法院的法官们，通过对公司法的执著，也能保证这只是一步小的失误。似乎这使得特拉华州对并购的监管成了一个更加连贯而反应灵敏的市场法令，而非公司法的判决。

不过，这并不是说特拉华州法院是一个完美的并购监管机构。我们在之前的章节中提到过，它多重的审核和诉讼标准使得即使是最有经验的诉讼人也可能对判决结果感到迷惑。另外，特拉华州的辉煌战绩也有其局限。特拉华州是一个由法庭推动的并购监管者，它不能发布法律，而只能根据手头的事实做出裁决。因为这一点，特拉华州的判决中总有模糊不清的地方，而且需要一个联

⊖ 股票期权的倒签行为指公司通过倒填股票期权授予日的手段，公司的经理人可以自由选择公司股价下跌时的价格等股价的低位作为行权价，而不是采用现阶段股价的合理估计数作为行权价，这样间接的在期权授予日给予经理人收益。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邦法律系统在其上头。最后，特拉华州法院不是天使，在它的裁决中也会有瑕疵。我在本书中已经讨论了很多这样的问题，包括它似乎对锁定了的交易过度宽容，以及它对重大不利变化条款的判决需要恢复到应有的公平，等等。但把本书之前还没提到的一个问题突出出来是有必要的，那就是对管理层收购的监管。

管理层收购以及私有化

尽管特拉华州有很多的审核标准，但它不得不为管理层收购专门建立重要的、与众不同的标准。早在20世纪70年代，关于私有化收购的正确监管问题曾有一场激烈的争论。当时，州和联邦两级体制中，双双把审核标准提高。联邦的私有化法令对于管理层收购和通过控制分公司的股东以完成公司私有化的情况都适用。特拉华州的特殊法令也同样对两种类型的并购有效，但程序上却有重要的不同。

在通过控制分公司股东的私有化收购中，特拉华州法院总是按照"完全公平"原则进行审核。与之对应的是，至少有一名特拉华州衡平法院的法官坚持认为商业判决法中的恭顺性审查能够适用于管理层收购。根据该法庭的意见，当管理层在收购过程中，没能在公司实现控股，而并购已经被一群充分被告知的非利益相关股东投票批准后，就会出现此类情况。最近在2008年出现的兰德里餐饮公司管理层收购失败就充分说明了这里面的问题。管理层准备要收购的还有兰德里海鲜餐厅、雨林咖啡厅和一系列其他与饭店有关的产业。

2008年1月28日，兰德里餐饮公司的CEO兼董事会主席迪尔曼·菲尔缇塔提出买下整家公司。菲尔缇塔拥有兰德里39%的股份，提出以每股23.50美元的价格收购总价值为13亿美元的其他股份。他提出的价格比宣布收购前一天兰德里的收盘价高出了41%。

兰德里的董事会此时做了其他董事会在这种情况下通常所做的。董事会成立了一个特别委员会来考虑这项收购建议。但是，这个委员会动手很慢，而且直到4月2日才公开宣布保留它的财政顾问——科文公司。这样做的原因似乎和围绕科文公司的一些复杂事物有关系，但同时也可以被看做是特别委员会缺乏经验的表现。

4月4日，在特别委员会开始为科文公司提供信息第二天，菲尔缇塔将其愿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意支付的股价降低到每股21美元。在致特别委员会的一封信中，他试图以市场状况的下降、兰德里公司股票下跌以及公司经营状况的恶化来证明自己修改条款的合理性。当时他表示，他正做好完全的准备，要加速完成此笔交易。

6月16日，兰德里宣布它已经同意了菲尔缇塔提出的每股21美元的一揽子并购方案。整个收购的金额大约为13亿美元，其中包括兰德里的约8.85亿美元的流通债务。当时，菲尔缇塔宣布说，这笔并购收到了杰富瑞投资银行(Jefferies)⊖和富国银行出具的债权承诺函的资金支持。兰德里拥有45天的自由选择期，协议公布以后，在此期间它可以设法找到第三方投标人。如果在此期间，确实有第三方投标人出现，兰德里只需支付340万美元的终止交易费。此外，如果菲尔缇塔在8月15日之前终止交易，则他也仅需要支付340万美元的反向终止交易费。这样，在任何时候他只要付了2 400万美元的终止交易费，就能中途离开交易。

这些条款对菲尔缇塔非常有利，而且给了他一个非常低廉的收购公司选择权。后来兰德里披露说，菲尔缇塔在这笔交易中，为了选择权讨价还价得很厉害。他甚至威胁，如果在和他签订协议之前公司和其他人协商，他将撤回报价，并在未来的投票中让他的股票有所作为，如果他不能控制的那部分股份批准交易的话，他将不会允许这种情况发生。在和菲尔缇塔的谈判中，特别委员会似乎没什么收获。他们曾一度威胁说，如果菲尔缇塔不同意他们的要求，他们将拒绝批准这桩收购，但当菲尔缇塔拒绝后，他们很快就屈服了。

8月1日，兰德里宣布，在自由选择期间，它并未收到任何第三方的并购建议。这并不奇怪：菲尔缇塔是公司的首席执行官兼主席，而且他控制着兰德里39%的股票。鉴于他已经在投票权方面的优势，任何第三方在竞标中都处于落后地位，并处于绝对劣势。

10月7日，菲尔缇塔通知特别委员会说："公司鉴于最近飓风的原因正在考虑关闭在凯马赫和加尔维斯敦的产业，由于信贷市场的动荡以及休闲餐饮业和博彩业的恶化，如果继续以21美元每股的价格完成收购，完成此次并购所需的债务融资将面临风险。"

⊖ 2009年2月26日继雷曼兄弟破产、高盛和摩根士丹利转型为商业银行控股公司以后，杰富瑞投资银行现在是美国最大的独立投资银行和机构券商。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10月19日的晚上，具体来说是6时17分，兰德里发动了一个星期六特价突然袭击。在一份新闻公报中说，并购协议发生了改动，菲尔缇塔将以13.5美元每股的较低价格收购，但调低价格仍不能挽救这笔交易。2009年1月12日，这笔收购宣告胎死腹中。兰德里给出的解释有点尴尬，而且坦率点说，有点难以理解。

根据兰德里的说法：美国证券交易委员会要求公司将主要出资方出具给菲尔缇塔控股有限公司和菲尔缇塔并购有限公司的承诺函中的某些信息进行披露。还要求披露这笔有关私有化收购的融资方案以及（在出现私有化收购不成功的情况下的）替代融资的方案。

兰德里坚持说，承诺函中的保密条款，禁止这种披露而且杰富瑞投资银行和富国银行也不打算放弃这一条款。相反，借款方表示，如果美国证券交易委员会要求披露的话，他们将提出违约申诉，并将以此为借口终止其开具的承诺函。

按照兰德里的话说，这使得它没有选择，如果没有发生收购，它将只能终止这笔交易以便保留公司的替代融资。这样兰德里终止了交易，对于菲尔缇塔来讲反倒很顺利，他也不必缴纳本应该交的1 500万美元反向终止费。目前仍不清楚为什么兰德里会以这种方式提出终止交易而使公司没有收到任何补偿。

这笔交易不但给兰德里留下了大笔的费用，而且使得菲尔缇塔处于比交易开始时更加有利的位置。根据兰德里登记的情况，菲尔缇塔在2007年8月27日时拥有公司34.65%的股份，而到了2008年7月17日，也就是最初宣布交易之前的5天，则上升到39%。而到了2009年1月2日，他已经拥有兰德里56.7%的股份了。特别委员会没能和他商谈暂停购股事宜，使得他能获得公司的多数股控制权，而这笔悬而未决的交易则最终失败。在我看来，这是特别委员会犯下的一个重大失误。我相信，这损害了兰德里的股东，剥夺了他们更改控制权的权利，给他们留下了大笔交易开销。

鉴于兰德里收购案的失败所表现出来的弊端，特别委员会程序不能为管理层的股东提供足够的保护。毕竟，如果有人投反对票，将会出现怎样的情况？之前有过股东投反对票的先例，比如在Dolan家族反复尝试将有线电视系统公司私有化的案例中就出现过。但是，此类案例是罕见的。这是因为，反对票通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常被认为是在炒掉自己的管理层，留给股东们一个无人领航的公司。此案中，也许兰德里的委员会已经感觉到了这一点，因此别无选择，只能谈判出一个对菲尔缇塔有利的交易。在2008年发生的其他管理层收购案例中，管理层同样利用这种中途撤出的能力，让公司在无助的情况下进行猛烈地讨价还价，并且一旦公司同意收购，他们又重新协商条件。在2008年发生的此类案件包括价值13亿美元的美国玩偶品牌所有者CKX公司管理层收购案和已经大部分完成的对智能化产品供应商左恩公司的管理层收购案。

这个时候，主流的学术界因为此种滥权行为的内在本质，发出了完全停止管理层收购和企业私有化的呼声。很明显，当董事会面临管理层收购的提议时，处境很尴尬。如果它表示否定，管理层将怀着愤愤不平的心情继续留任，并想着在某个时候撤换掉这个特别委员会。但如果董事会点头同意，将很难吸引其他竞标者，因为现在管理层处于抢跑的位置，并有内部消息的优势。也就是因为这一点，一旦有管理层参与，自由投标通常变得无效。另外，正如兰德里一案中所表现的情形一样，管理层对于讨价还价以订立极为严格的交易保护措施兴趣浓厚。尽管还需要进一步的研究证实，我还是怀疑这意味着管理层很可能获得比有其他竞争者参与的情况下更有利的交易价格。

正是因为如此，特拉华州法院不应该完全禁止管理层收购，而应该确保管理层收购像子公司私有化收购那样，并保证一直有完全公平的审核。另外，这种行为应该严格审查。应该在以下规则下展开谈判：①要有合理交易失败的补偿；②无利害关系的股东应该拥有否决权。管理层收购的终极目标应该是，使这些竞标公开，并允许外来竞买人的参与，他们将对管理层的行为起到市场监督的作用。

交易制定

下面到了最后一个问题：到底交易决策本身应不应该进行改革？本书中详细记录的一系列事件都指向了应该建立更加受约束的交易制定过程。过多的交易失败要归因于性格的鲁莽决定，而非来自坚实的经济学基础和辛苦的工作。第五轮风潮中，良好的公司监管和失败的交易结果都增加了人们对于更加严格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约束的并购和收购的关注，但买方在交易中的决定仍然在很大程度上是主要市场力量关注的焦点。从法律上对买方的交易决策进行监督也许太难，不过在无数案例中，不断增加的股东和董事会权利将对一意孤行的CEO建立的帝国起到缓冲的作用。在重大并购投票中，股东如果能全面地获取相关信息，将对这一过程起到很大的帮助。如果买家出手了超过20%的股票，则证券交易法规将要求举行此类投票。不过，如果是现金交易，则在特拉华州法中还没有有关投票的要求。与之形成对比的是，在欧洲的公司根据当地法律，通常要举行这样的投票。也许我们可以采取这样的解决办法，就是在管理层收购超过公司资产或市场资本化总额的20%的重大并购中，证交所将要求举行此类投票，用来取代在各公司中与之相类似的股东对公司的约束。鉴于目前股东几乎总是会批准交易，很可能有人会责难说，这是用固定下来的形式来取代公司程序上的限制措施，会阻碍交易的进行。但考虑到股东积极治理思想的崛起以及强迫实行更加严格监督的“并购”决定，这种要求很可能是合适的。这种能促进更多有所约束的交易决策过程，而同时没有较大负担的机制，是值得我们努力的目标。

这正是该进行改革的地方。管理层应该继续其战略上的收购计划。交易机器仍将作为交易进程中不可替代的一部分，但同时会对做出决定的CEO形成压力。如果说在过去这些年里发生的事情给了我们什么教训的话，那就是说“不”的能力，以及以一种更加对等的、有计划的方式完成交易的必要性。在大家共识的基础上，交易机器有时必须被忽略。董事会和CEO们应该按照决策程序做出并购决定，这样的程序独立于交易机器，并能产生足以制约“为了交易而交易”的力量。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章
Gods at War

后危机时代的交易决策

并购交易能增加价值么？在金融危机的背景下，这是一个必须回答的问题。我相信，总体上来讲，答案是并购交易确实能增加大量的价值。并购交易能通过安排重组资产，更有效地降低资本费用，并通过协同增效作用和节约成本来创造价值。

提出这个问题的背景更加富有争议性：那些为并购交易提供建议的人能为交易本身增加价值吗？又或者，他们仅仅是增加了监管费用和其他交易成本？令人感到奇怪的是，这种疑问来自于律师而非投资银行。投资银行被认为会通过提供稳定的定价和其他服务为交易增加价值。这是其本来应具有的职能。与之形成对比的是，研究并购交易的学术界仍在争论是否律师也一样为交易增加价值。我不得不承认，这是个难题。不管怎样，为什么客户会支付数以百万美元来努力留住最棒的法律精英和律师事务所呢？可以肯定的是，他们一定提供了高于其他律师的更多的超值服务。从某种意义上讲，本书就是有关那些价值的宝典，也许也是这些争论的答案。鉴于与并购交易相关的监管越来越多，律师肯定是并购中一个不可或缺的部分，这要花费一笔费用。但律师能为交易增加的价值要超过他们耗费掉的，按照吉尔森教授的说法，他们是费用工程师(cost engineers)，那些设计并建立价值最大化的并购交易结构，并为客户缓解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和平衡风险的人。除此以外，律师还有其他的作用，如他们的思想和经验，这将为他们的客户提供明智的意见。

但这并不是说，并购交易决策和交易本身是价值的理想状态，或者是资本市场的完美极致。本书也记录了这样的案例，其中的并购交易造成的资产的浪费、为并购交易提供建议的人犯下的错误，或者出于他们自己的利益考虑，而增加了交易的机构费用，损害了交易价值。当然，这里的问题是，是否并购交易本身为当前的金融危机起到了助推的作用。可以肯定的是，过度的私募股权杠杆以及抵押贷款证券化过程导致了不应有的风险和整体经济的杠杆化。但这也凸显了监管此类行为的重要性，而不是并购交易决策本身。对于批评这些制定交易决策的人，我本人并不太肯定。他们之所以如此，是因为他们有能力、也足够聪明来从事这些事情。当然，交易决策人和那些顾问们是应该批评的，但未来的监管应该着眼于并购行为，而不是个人身上。换句话说，交易决策者在未来仍会寻找达到甚至突破明确的法律红线，构筑并实施此类交易的方法。在监管这类行为时，法律应该把这些考虑在内，并创建鼓励机制，在金融危机来临时，能制止交易决策者的错误向外扩大到公共领域。

此外，此次金融危机已经颠覆了整个并购交易界和并购交易机制。五大独立投资银行中有三家已经消失。剩下的幸存者，高盛和摩根士丹利被迫转变成银行控股公司，受到了高度的监管，它们的交易和借贷行为都受到了限制。与此同时，传统银行在不良资产和受损资产负债表的重压下奋力挣扎，私募股权公司也为它们在2004～2007年间麻烦重重的过度贷款并购忙得焦头烂额。为并购交易提供必需的债权的资本证券化市场，仍然积重难返，很可能将受到更多的监管。

我正是在这种混乱的局面下完成了本书。此时并购市场因为买方对并购风险的心有余悸，私募股权从市场上消失、信贷萎缩以及市场反复无常造成的并购交易定价困难而仍很萧条。因为货币重估以及买家对并购交易的犹豫不决，全球的并购模式似乎不够稳定，更不用说复杂的跨国并购了。最后，甚至是整个并购交易机器的驮马——律师和会计师们，也对这两年发生的事情心有余悸。这将进一步使并购交易变得困难重重。

从这些灰烬中，有可能诞生出一套全新的经过改革的交易机制。首先，精

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品投行（Boutique Investment Bank），如艾弗考尔合伙人公司、格林希尔公司和瑞德集团都有可能受益。当投资银行为了逃离更加严厉的监管和企业文化时，将向此类公司求助。因为在更严格的企业文化中，银行和高管的薪酬都受到了政府的监管。在短期内，客户将向他们寻求更加独立的意见，鉴于在私募股权崩溃的过程中，提供融资和金融建议的银行和客户间发生的冲突，这些公司的意见将更加得到重视。在面临意见分歧时，投资银行反复选择自身利益，而损害了客户的利益。具有讽刺意味的是，私募股权也将从这一趋势中受益，因为它们的金融建议产品也会为这些公司提供不会和顾客发生冲突的服务功能。无论如何，大型的投资银行将继续利用手中的资产负债表和借贷能力留住客户并挽留交易。它们的成功，将很大程度上取决于即将到来的金融监管改革以及那些“大到不能倒闭”的银行的交易和贷款业务将是否及怎样受到限制。实际上，这将是《格拉斯–斯蒂格尔法案》⊖的一次准复活。根据该法案，投资银行将被迫在同一个水平的竞技场上竞争，没有融资、监管和补贴。无论如何，大型投资银行将继续在并购交易过程中扮演重要的角色。问题在于，它们是否及怎样能回到支配地位。

考虑到这一点，小型精品投行的模式，和过去几年中的大型投资银行模式相比，具有更加稳定和更加谨慎的优点。近些年来，大型投资银行放弃了合伙人模式，而更青睐公开交易的资本结构。合伙人模式允许投资银行投资于未来，通过为个人合伙人提供未来企业的强大资本，放弃短期收益以获得长期收益。然而，到了现代，这些银行成了公开交易的实体，比以往任何时候都更依赖于技术，而排斥人力资本。其结果是，谨慎投资模式被放弃，员工极度缺乏忠诚感。

这导致投资银行的关系模式被机构模式所取代。后一种模式中，通过和银行管理者牢固的私人关系来确保客户的长期利益的做法被出卖，以换取银行融资能力的增强。但金融危机再次暴露了机构模式的内在矛盾，这种发展将很可能对专注于关系网的小型精品投资银行有所助益。因为这些精品投资银行更注

⊖ 《格拉斯–斯蒂格尔法案》，也称为《1933年银行法》。在1930年代大危机后的美国立法，将投资银行业务和商业银行业务严格地划分开，保证商业银行避免证券业的风险。该法案禁止银行包销和经营公司证券，只能购买由美联储批准的债券。该法案令美国金融业形成了银行、证券分业经营的模式。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重员工的私人关系，以及建立长期的关系网，他们很可能为公司提供更好品质的建议，同时创造出对很多银行家更具吸引力的、更加稳定的投资银行模式。

在这些发展之后，并购交易人的融资方式和方法也很可能发生变化。鉴于在金融危机中发生的冲突，此时此刻贷款方和借款方都对对方充满了警惕。短期内，借款将需要更多的文件证明，因为借贷双方都力求交易稳定，用突出的合同条款来换取失去的信任。在一个信贷受限的世界里，当双方无法达成足够的协议，为对方提供额外的继续交易的保证时，这将很可能进一步对交易造成打击。

从长期看来，任何有关证券化过程的新的监管都有可能推进债权人和出借人的关系。到那时，并购交易将回到20世纪80年代初的状况，买家将被迫一点一点地拼凑起他们的资本结构，而且是临时性的资本结构。直到最终通过提高公示要求，这样，监管下的证券化市场恢复到可信的程度，这也许对于所有参与方来讲都是好事。并购交易证券化市场的复苏，在恢复到20世纪80年代的私募股权的带动下，将变得极其重要。因为任何监管改革，都将进一步限制银行借贷行为，以达到使其不能被证券化及出售的程度。在此背景下，对资本的要求将变得更加突出。

紧缩的信贷关系和削减的信贷可能性将继续推进并购结构的改革。这将确保私募股权公司在并购交易中继续追求最高的期权，同时战略收购方将继续努力将这些特点写入协议中。但是，目标公司也将继续设置障碍，战略收购中不合理的期权特征将越来越明显。其结果是，战略并购结构将继续转变，因为参与杠杆收购的买方和目标公司都意识到，它们所处的是一个三角关系，其中也包括银行，它们将通过结构调整和内部讨价还价来适应这种新增加的复杂性。

在这种混乱的局面下，额外的资本来源可能变得更加重要。私募股权、对冲基金以及主权财富基金将继续作为并购交易的一次性资本提供商。当资本不充足时，它们还可能成为战略收购交易中的共同投资人。除非它们实现机构化，否则对冲基金和主权财富基金将继续凭借其尚未完全发挥的潜力成为支撑交易的配角。这些金融投资人继续金融体制的改革，以便它们手中的资本能够快速而经常地发挥功效。这有可能实现，但很可能是个渐进的过程。尤其是对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金将被迫变得更像是私募股权基金那样，寻求和投资人更加长期的合作，这些投资人将提供长期的资本和投资功能。随着对冲基金努力从2008年的撤资行为中恢复过来，这一进程正在到来。

债务条款也将改变。自从1989年纳贝斯克收购以来，即使在风险契约已经成为保护债权人的标准做法时，KKR仍对其收购债务进行重组，以便利用现有的公司债权持有人。在2004～2007年的信贷膨胀时期，随着低门槛和实物票据成为主流，这些做法逐渐退出舞台。但是正如瑞爱琦不动产、飞思卡尔以及其他深受不良资产困扰的私募股权组合投资公司所表明的那样，出现此类交易保护措施是有道理的。在将来，投资者将越来越多的要求此类保护措施，并要求回到2004年以前的情形。债务将变得不那么复杂，随着投资人追求简单和透明的交易，私募股权所擅长的资本结构分割和细化的速度将会减缓。

持续的可转让证券的趋势将继续使定价变得更容易，债权更易利用。此外，财政改革将使买家和他们的投资银行能组织起新形势的资本和风险分配机制并对其实施定价。在这个泡沫时期谈妥的债权条款，将私募股权置于利于收购明显濒临破产的公司的位置上，如哈拉斯娱乐公司等。预计将同时出现更多的债权置换股权交易，并且在不良债权投资人和私募股权之间将出现持久的斗争。

在这个市场上，股东有可能将继续炫耀权利。“良好管理潮流”和私募股权的“股东积极主义”仅仅是个开始。过去两年中的分歧将凸显股东的作用，因为董事会对股东和公众的压力越来越顺从，而监管机构也试图增加股份制公司中股东的话语权。随着并购界雅虎等采取否决策略的公司的失败，将促使董事会对恶意收购更加敞开大门。这将造成恶性循环，进一步刺激恶意收购行为，并为更多的收购和兼并创造机会。

恶意收购技术的兴起和战略层面上恶意收购进入主流将进一步刺激这种行为。在这种环境下，买方将得到更多的欢迎，而非嘘声。目前为止，这只是一种预测，而采纳了20世纪80年代风格的防御措施的目标公司将会使特拉华州法中有关此类行为的监管产生变化。特拉华州法的鸿沟在短期内将很可能导致更多的锁定策略的演变，并很可能产生更新的并购防御措施。这种趋势，特拉华州法院将只做粗略的审核。不良资产市场将刺激更多的滥用行为，也会受到更多的监管。我在管理层收购这种不合适行为的讨论中，已经强调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这种可能性。

战略并购仍将是市场上的中流砥柱，但随着定价越来越困难，过去那种大手笔将不大可能出现。像医药板块这种适合并购并有大量现金储备的行业将尤其可能发生兼并。买卖双方将继续因为对价方式和估计的巨大差异而争斗。此外，由于信用的缺失，股票对价方式将越来越多的使用，市场的变化将产生更多的独特的价值安排或在交易中产生其他的对价形式，以缩小这种差距。为了避免风险，战略并购将具有更多的机会主义特色，并将仅仅限定在较近的将来对行业进行整合的范围内。

在此背景下，私募股权将怀揣大量的储备资金潜伏起来，随时准备重返并购，尤其是不良资产并购业务。不过像银行一样，在这一进程中，私募股权和银行一样，首先得恢复目标公司这几年来对其行为的信心。这就表示，私募股权有可能选择更小、更易完成的并购，目前其选择尤其集中在稳定而易产生资金的行业。至少在某种程度上来讲，这种公司还是存在的。随着私募股权为其失误寻求宽恕，之前进行的大手笔收购在相当长一段时间内将归于沉寂。

私募股权战略收购的一个增长点很可能是不良资产领域。在2009年3月，全球破产接管交易的单月成交量达到了4年来最高的6.98亿美元。这种上升的趋势将会继续，对处于破产保护中的债务人的融资以及对《2005年防止滥用破产与消费者保护法案》的改革将会进入美国不良资产破产保护的能力。相反，由于在申请破产的过程中要面临的信用和流动性不足的问题，这些公司可能重新转向收购程序以寻求解脱。其结果是，买方在进行并购的过程中，对交易保护措施突破极限，其使用的交易机制有可能在特拉华州法中转变为标准的战略并购模式。这也同样会刺激破产程序的改革，以帮助重组而非破产清算过程中的有关公司。

现在，政府是我们金融系统中最大的股东之一，它持续不断地并购交易以及处置这些利害关系的需要将会催生出更多的并购交易。正如政府在拯救金融系统的不良资产并购中创造的交易结构逐渐融入了主流并购交易界一样，特拉华州法很可能再次容忍这种越界行为。最后，如果已经摆脱了金融危机，而这些行为继续其在金融危机期间的作为，特拉华州将对这些不利于股东的条款采取抑制手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前财政部长保尔森和他的下属表现出的组织并购成瘾的特征，很可能是来自于救市所需的投资银行家气质的影响。拯救金融危机的行为被分解为一个又一个的收购；并购交易人安排并购、谈判，然后再移向下一笔交易。组织并购的过程可能很有趣，但却会产生僵化、古板的结构，缺乏整体综合的视角，而联邦政府的反应也被批评为缺乏连贯性。既然每次危机都有所不同，而监管又趋向于回溯历史，将来的改革很可能赋予政府在应对金融危机时所必需的灵活性，至少会赋予目前政府已经拥有的这些权力。此外，交易人在这段低迷时期将会后退一步，反思政府行为和最近一些事件带来的教训，并重新考虑他们的策略。交易人将重新思考并起草新的表格，他们也将对基本交易结构和融资安排进行反思。并购不应该是出于一时的热情，而应该事先周密计划。

在此背景下，全球化将在金融危机中继续发展。美元的短期强势将会阻碍对内投资，但终将被美国经济的避风港作用所抵消。并购交易在此时已经变得非常全球化，不会受到新一轮贸易保护主义的影响。已经建立起来的网络和公司领导的态度都已经非常具有全球化特征，不可能阻挡全球化的并购交易。必和必拓对力拓1 800亿美元巨额恶意收购的失败表明了跨国收购的巨大潜力，并且越来越成为现实。实际上，菲亚特协议帮助克莱斯勒涉险成功的例子也表明了这一点。不过，外国并购将继续收到来自政治和公众论调的影响，必须妥善处理才行。

最后，在所有这一切变化中，交易人仍将处在核心的位置。在这样恶劣的环境下着手安排并购交易的才能，将为所有这些事情起到领航的作用，其中包括新的监管制度，以及安排对买家和目标公司都有意义的收购。在执行官管理他们的帝国的过程中，性格仍将是一个关键因素。自我意识将在公众场合有所收敛，因为在此次金融危机期间，CEO们性格公开的危险已经比较明显。但交易中的性格因素仍将以不太公开的方式继续影响并购交易的进程。

交易机制中律师的角色变得更加重要。在过去的一年里，律师决定着并购交易的好坏。过去几年中总体来讲，律师和交易人的教训很明显。

没有完成的并购交易，不能称之为交易。在2007～2008年间一系列的私募股权并购案中，具有先见之明的买家都能逃脱合同对他们的约束。在2007年开始的一种模式中，无论协议中的语言是清楚的还是模糊的，买家都能加以利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用以维护他们的立场，并使用诉讼或威胁的方法，以低于协议中规定的代价逃离交易。比如说，在对加拿大贝尔电信公司的收购案例中，双方历尽曲折，就在交易的最后一刻，因为审计师不能出具偿付能力意见而最终失败。加入之前律师已经谈妥了不再使买家受益的条件，那么贝尔电信公司将会收到12亿美元的反向终止费。在当前这个多事之秋，律师应该把交易的确定性和设计能快速完成交易（比如说，利用要约收购）的原则铭记于心。这也引出了下面的教训。

细节决定成败。在瑟伯勒斯资本管理公司和联合租赁公司就模糊的合同语言对簿公堂之后，ADS和黑石、瀚森对亨斯曼等也都因为此类问题发生了争执。另外，包括JANA对冲基金和CNET的股东委托等一系列并购案中，组织文件的不确定性使得股东和竞买人能绕开犹豫不决的董事会和强制等待期。在其他如加拿大贝尔电信公司的并购中，一系列（如GSO资本合伙人公司制冰控股公司）涉及反向终止费的私募股权交易中，合同的条款在实际运作中对目标公司极其不利。这些失败的交易再次表明，简单明了的起草合同是多么的必要，以及合同条款的重要性。律师如果多花几个小时的时间，确保措词的准确该有多好，如果客户能意识到这段时间的重要意义，也将一样受益。

选择性交易结构不失为一种选择。在2008～2009年间，私募股权的选择性交易结构渐渐成了战略收购的模式。玛氏—箭牌、辉瑞制药—惠氏、网捷网络—博科通讯以及海格利斯—阿什兰都使用的是选择性交易结构。在此结构中，买家可以在某种条件或任何条件下，以终止交易换取反向终止费。和私募股权并购一样，有些交易就是因为这种可选择权而失败了。网捷网络—博科通讯案，因为博科通讯利用合同中规定的权利假装中途撤离以降低报价，而不得不重新协商。智佳科技因为JDA软件类似的手法而犹豫不前。在兰德里、左恩和已经终止的CKX的管理层收购中，管理团队反复利用类似的选择权，以图再次讨价还价。选择权也许是讨价还价的唯一可行的选择，但律师应该事先设定终止费和其他条款，并按照辉瑞的模式估算出大致的风险来。

过度复杂是致命的。在收购瓦乔维亚的交易中，花旗集团损失惨重。由于花旗不能在规定的时间内完成资产收购谈判，取而代之拟定了一个意向书，却没有设定分手费。富国银行在这个时间段内，利用花旗的延误拿下了瓦乔维亚，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却让花旗集团陷入了挣扎之中，并最后被迫接受联邦政府的救援。花旗的案例表明，有时复杂性是必要的，但是在低迷的、不稳定的市场中，拖延也许并不值得。

这些都是交易人和律师应该铭记在心的教训。他们在会议室和内部的团队例会上，重温过去几年失败的案例，以及得出的教训，并把其中较重要的一些用醒目的方式标出来。其结果是，对并购交易的细节和结构做进一步的修改，作为律师们对过去几年案件的反应，举例来说，在瀚森—亨斯曼、热内斯科—终点线公司的案例之后，对重大不利变化条款的起草变得更加精确，条款更加严谨就是具体的体现。就是在这里，交易人交了学费。并购交易界人士和那些培训他们的人（法学院和商学院）应该留心此种能力，并在未来培训交易人的时候意识到并弥补这些损失，使律师和他们的客户能够有效的讨价还价。

最后，即将到来的监管改革将强烈地影响并购交易。对冲基金、金融衍生产品以及证券化的过程将很可能受到更加严格的监管。银行和其他金融机构将受到更多的资本要求和对系统风险的监督。

这将进一步改变并购交易中的资本流动，为公司提供有关股东行为及其证券和金融衍生产品的更为清晰的画面。但是在短期内，监管机构将更多地解决系统性问题，而非本书中那些突出的需要改革的特殊领域。这种系统性的监管有可能会进一步降低信贷，因为各家金融机构都被提出了更高的资本要求。所有这一切，又将进一步提高监管及公关对于并购交易过程和交易成功的重要性。在一个资本更加自由流动的世界更是如此，金融革命将允许市场参与者围绕监管机制设计交易。问题是，这样的监管是否做出了恰当的反应，或者只是将资本市场行为推向海外，推到一个全新的对市场和证券没有监管的地方去。想到这一点，我们就无法预知下一次金融危机会是什么样子。如果国会能够创立一种不但能解决以往的问题，又能够对未来做出回应，并且能通过并购交易机制对任何监管制度做出有效调整的机制，那么国会就做得非常出色了。

在本书中，我试图记录下这种交易机器的演变过程。最近发生的事情是如何无法挽回地改变了我们的资本市场，改变了并购交易结构方式和完成方式的。即将到来的变革——无论本书中预见到的还是没有预料到的——必定会到来，无论从从业者角度还是旁观者角度来讲，都会使并购交易过程更加激动人心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它必将引发更多的兼并创新，为交易结构带来变化。律师和银行家们将拼命地适应这种新的机制。

这也意味着，随着保守主义和来自股东方面的压力对自负和交易机制展开斗争，这个世界上像肯·刘易斯那样强行进行大宗并购交易的人将会受到越来越多的阻碍。未来几年将很可能见证并购交易行为的减少，2008年开始的减债行为将进一步削减交易数量。但长期来讲，随着并购市场的恢复，并持续发展，并购业将进入一个新的整合阶段，从本书描绘的过去几年的创新和混乱中汲取营养，并最终成型。也许我们的金融市场在最近一系列事件的影响下发生的变化无可挽回，但我相信消极宿命论者对并购市场的评价是错误的，并购交易必将继续作为美国公司的推动力量。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致 谢

如果没有我的助手奥斯汀·安德森、威廉·卡尔·米恩斯、尼克·瑞斯泰夫、史蒂芬. M. 塞利和尼克尔·思茅的帮助，本书将不可能完成。他们所做的艰苦工作，预示着他们将成为优秀的律师。我同样要感谢康涅狄格大学法学院院长杰里米·保罗和俄亥俄州立大学迈克尔·莫瑞茨学院的院长艾伦·迈克尔斯对本书研究工作的大力支持。

我还要感谢John Wiley and Sons的编辑和工作人员，他们是：斯凯勒·巴尔布斯、比尔·佛伦、梅格·弗里伯恩和史黛丝·费斯科尔塔。感谢他们的耐心和富有助益的评论和建议。我也同样要感谢我的代理，皮拉·奎恩。我真的希望有一天，她能在我生命中的所有交易中做我的代表。

我们能做的一切，都出自自己的努力，但也更应该感谢他人的帮助。我特别要感谢我的母亲和父亲，以及整个家庭（没错，鲍勃、伊拉、乔什、尼基和托尼，也感谢你们）。当然，也包括我所珍爱的祖母。

对于同事和好友我无法一一致谢，他们对本书和我的其他作品都给予了帮助。但如果我忘记感谢彼得·海宁教授，那将是太粗心了，是他使我以并购法教授的身份开始最初的写作。没有他，本书将不会存在。最后，我要感谢所有检查本书手稿并提供宝贵思想和建议的人们：亚当·戴维斯、艾伦·菲什拜因、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史蒂芬·哈斯、保罗·罗斯、迈克·魏兹巴赫和大卫·扎凌。所有的错误都是我自己的。

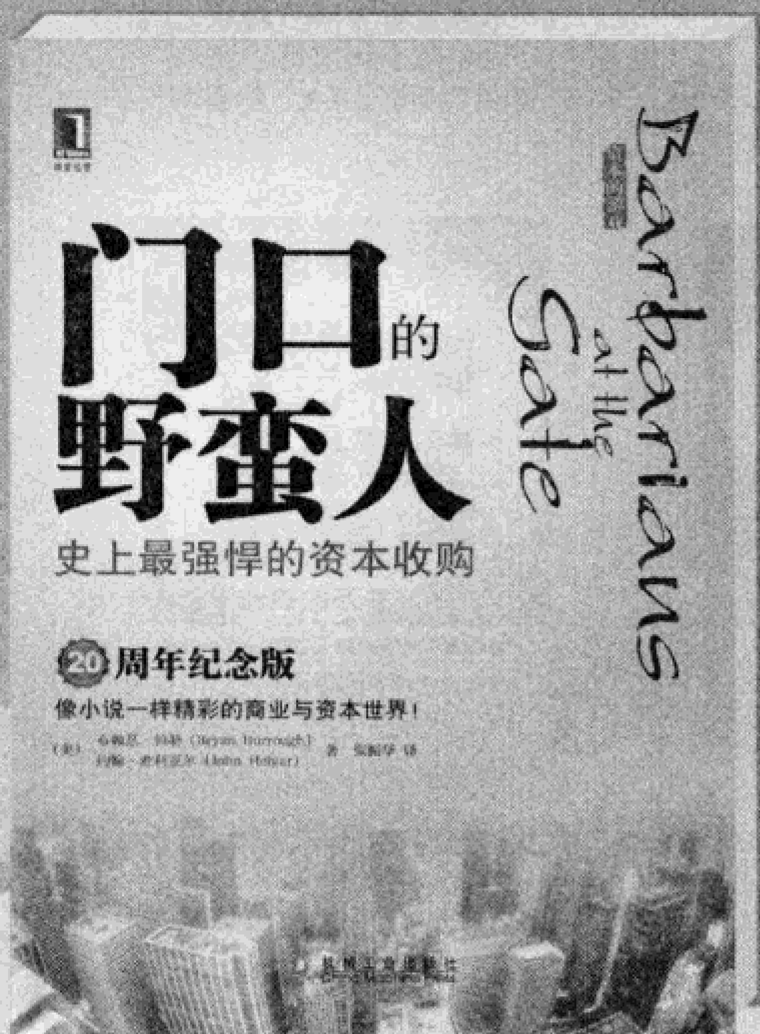
最后，我要表达对伊迪特的爱意。她在这个世界及以外的灵魂和智慧是我的快乐和财富。她是我个人的并购人。我感谢她所做的一切。

史蒂芬M.大卫杜夫
俄亥俄州贝克斯利
2009年6月



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像小说一样精彩的商业与资本世界！
经典之作20周年纪念版



《资本的游戏》作者 房西苑 倾情作序

清华大学教授 朱武祥
中欧商学院教授 张春　　联袂推荐
《Value》杂志主编张志雄

深度接触资本世界，金融大鳄和国际巨头悉数登场——KKR、DBL、美林、高盛、雷曼、拉扎德、所罗门兄弟、第一波士顿、贝尔斯登、大通曼哈顿、花旗、摩根士丹利、巴菲特、米尔肯、纳贝斯克、菲利普·莫里斯、美国运通、百事可乐、宝洁、卡夫、麦肯锡……

有史以来最推荐的商界与金融界实战经典案例！
每一个对资本运作、公司财务、兼并收购、公司管理感兴趣的人必读之书！

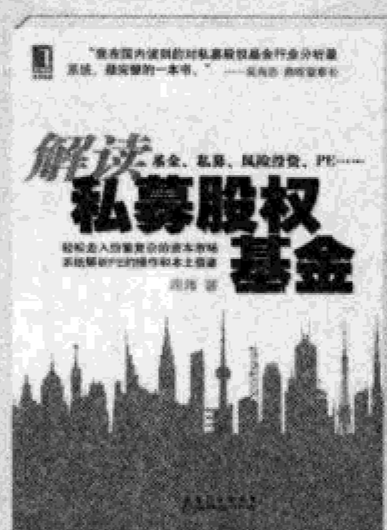
门口的野蛮人：史上最强悍的资本收购
ISBN：978-7-111-暂无
作者：布赖恩·伯勒　约翰·希利亚尔
定价：48.00元



资本的游戏
ISBN：978-7-111-25008
作者：房西苑
定价：70.00元

产品运营是爬楼梯，资本运营是上电梯，前者一代致富，后者一夜致富。

站在企业家立场上理解资本与资产之间的游戏规则
将“资本运营”请下神坛



解读私募股权基金
ISBN：978-7-111-24088
作者：周炜
定价：35.00元

这是一个激发创业梦想的行业
这是一个创造财富神话的行业
这要是一个需要了解规则、清楚玩法的行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华章畅销“中国系列”

学习型政府必读

HZ BOOKS 华章经管

中国科技部部长万钢教授
专文推介
用业绩说话，让企业3年翻4倍！



ISBN：978-7-111-30013-7
作者：孟凡辰、杨玉红
定价：30.00元

谁在打压中国制造？
谁绑住了我们的手脚？
金融危机后对中国企业海外
收购最深度、最全面解读



ISBN:978-7-111-30333-6
作者：萧三匝 何伊凡 白益民
定价：36.00元

一本应对世界经济格局大调
整的全民培训手册
树立“科学发展观”的必读书



ISBN:978-7-111- 30789-1
作者：翟东升
定价：38.00元

当当网、卓越网
经济类图书畅销榜第1名
读者五星评价，
推荐“每个中国人一读”
多省、市、政府列入
“科学发展观”必读书目



ISBN:978-7-111-25831-5
作者：时寒冰
定价：38.00元

第一次为中国企业界全面
引入印度企业的经验
当国人对印度还是一知半
解之时，印度的大型私企
早已绘制好进入中国市场
的蓝图



ISBN：978-7-111-30877—5
作者：潘松
定价：35.00元

2010年最卖座的经济学
通俗读物！
入选多省、市、政府
必读书目



ISBN：978-7-111-29244-9
作者：王福重
定价：38.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net






华章书院俱乐部反馈卡

写书评 赢大奖

身为读者，你是不是常感到不写不快？
无论是感同身受、热烈倾吐，还是淋漓痛批、指点文章，
我们真诚地邀请您，将您的阅读心得与我们共享。
您的心得，将有机会出现在我们的图书、主流媒体、各大网站上。
同时，您还有机会挑选一本自己喜爱的华章经管好书！

书评发至：hzjg@hzbook.com

欢迎登陆www.hzbook.com了解更多信息，
本网站会每月公布获奖信息。

华章经管博客已开通，欢迎留下宝贵意见与建议 http://blog.sina.com.cn/hzbook

◎反馈方式◎

网络登记：
登陆 www.hzbook.com，在网站上进行反馈卡登记。

传 真：
将此表填好后，传真到 010-68311602

邮 寄：
将填好的表邮寄到：100037 北京市西城区百万庄南街1号309室 闫 南 董丽华 收

个人资料（请用正楷完整填写，并附上名片）

姓名:______ 性别:☐男 ☐女 年龄:___ 联系电话:______ 手机:______

E-mail:______ 邮政编码:______ 传真:______

通讯地址:______ 就职单位及部门:

职 务: ☐董事长/董事 ☐总裁/总经理 ☐副总裁/副总经理 ☐高级秘书/高级助理
☐职员 ☐政府官员 ☐专业人员/工程人员 ☐其他（请注明）______

学 历: ☐高中 ☐大专 ☐本科 ☐研究生 ☐研究生以上

所购书籍书名: ______



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在就填写读者反馈卡，成为华章书院会员，将有机会参加读者俱乐部活动！

所有以邮寄，传真等方式登记，并意愿加入者均可成为普通会员，并可以享受以下服务。

- 每月3次的免费电子邮件通知当月出版新书
- 共同享有读华章论坛会员交流平台
- 享受华章书院定期组织的各种活动（包括会员联谊活动专家讲座行业精英论坛等）
- 优先得到读华章书目
- 俱乐部将从每月新增会员中抽取10名，免费赠送当月最新出版书籍1本
- VIP会员享受全年12本最新出版精品书籍阅读

1. 您通过什么途径了解到本书？
   □朋友介绍　□会议培训　□书店广告　□报刊杂志　□其他________

2. 您对本书整体评价为？
   □非常满意　□满意　□一般　□其他，原因________________

3. 您的阅读方向？（类别）
   ____

4. 您对以下哪些活动形式最感兴趣？
   □大型联谊会　□专业研讨会　□专家讲座　□沙龙　□其他________

5. 您希望华章书院俱乐部为会员提供怎样的增值服务？
   ____

6. 您是否愿意支付500元升级为VIP会员，享受全年12本最新出版精品书籍阅读？
   □愿意　□不愿意，原因________________

读华章俱乐部反馈卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Steven M. Davidoff. Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal, and the Private Equity Implosion.

Copyright©2009 by Steven M. Davidoff.

This translation published under license.Simplified Chinese Translation Copyright © 2010 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system,without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由John Wiley & Sons公司授权机械工业出版社在全球独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

本书封底贴有John Wiley & Sons公司防伪标签，无标签者不得销售。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-1516

图书在版编目（CIP）数据

金融并购风云录 /（美）大卫杜夫（Davidoff, S. M.）著；王世权等译. —北京：机械工业出版社，2010.10

（资本的游戏）

书名原文：Gods at War: Shotgun Takeovers, Government by Deal, and the Private Equity Implosion

ISBN 978-7-111-32132-3

Ⅰ.金…　Ⅱ.①大…　②王…　Ⅲ.①企业－融资－研究－美国　②基金－投资－研究－美国　Ⅳ.①F279.712　②F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第195606号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：胡智辉　　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2011年1月第1版第1次印刷
170mm × 242mm · 16.25印张
标准书号：ISBN 978-7-111-32132-3
定价：39.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）88379210；88361066
购书热线：（010）68326294；88379649；68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com